

Band 35

Schriften zur Immobilienökonomie

Hrsg.: Prof. Dr. Karl-Werner Schulte
Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel

Sonja Gier

Bereitstellung und Desinvestition von Unternehmens- immobilien



EUROPEAN BUSINESS SCHOOL
International University
Schloß Reichartshausen
Private Wissenschaftliche Hochschule



Rudolf Müller

Sonja Gier

**Bereitstellung und Desinvestition
von Unternehmensimmobilien**

Strategiefindung auf Basis eines mehrstufigen
Corporate Real Estate Management-Konzeptes

GELEITWORT

Traditionell wurden Unternehmensimmobilien durch Eigentum bereitgestellt, so dass viele Non-Property-Unternehmen über umfangreiches Immobilienvermögen verfügen. Diese Form der Immobilienbereitstellung gerät jedoch zunehmend mit den veränderten Rahmenbedingungen – der wachsenden Bedeutung der Kapitalmärkte für die Unternehmensfinanzierung, der zunehmenden Dynamik der Unternehmensentwicklung und der stetig voranschreitenden Globalisierung – in Konflikt. Infolgedessen erwägen immer mehr Unternehmen eine konsequente Monetarisierung ihrer Immobilienbestände.

Doch die Desinvestition von Unternehmensimmobilien ist eine weitreichende Entscheidung, die insbesondere dann gut durchdacht werden sollte, wenn es sich um betriebsnotwendige Immobilien handelt. Derzeit herrscht eine kurzfristige Transaktionsorientierung vor. Viele bislang umgesetzte Veräußerungen haben den Shareholder Value gemindert, weil sie strategische Notwendigkeiten der Nutzer oder Wertsteigerungspotenziale der Objekte nicht ausreichend berücksichtigt haben. Andere Transaktionen sind von vorn herein an einer unzureichenden Vorbereitung und einer mangelnden Berücksichtigung kritischer Faktoren, insbesondere der Anlagestrategien in Frage kommender Investoren, gescheitert. Die Komplexität vieler Immobilienbestände und die Notwendigkeit der Berücksichtigung zahlreicher Faktoren erfordert ein umfassendes Konzept zur Ableitung von Bereitstellungs- und Desinvestitionsstrategien.

Ein solches Entscheidungskonzept zu entwickeln und bereits vorhandene Managementinstrumente zweckdienlich zu integrieren, ist der Verfasserin, Frau Dipl.-Kfm. Sonja Gier, in überzeugender Weise gelungen. Das mehrstufige Konzept sieht zunächst eine Optimierung des Portfolios an Unternehmensimmobilien in strategischer Hinsicht vor. Erst auf dieser Basis erfolgt eine finanzwirtschaftliche Analyse von Bereitstellungs- und Verwertungsalternativen, so dass im Ergebnis das Portfolio zu veräußernder Immobilien abgeleitet werden kann. Hieraus können anhand der im Rahmen der Arbeit systematisierten Anlagestrategien von Immobilieninvestoren Angebote strukturiert werden, die sowohl die strategischen Notwendigkeiten des Unternehmens als auch die potenzieller Investoren erfüllen. Drei sehr interessante Case Studies bereits erfolgter innovativer Sale-Leaseback-Transaktionen zeigen die Möglichkeiten einer Strukturierung von Transaktionen anschaulich auf.

Die vorliegende Arbeit, die von der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL als Dissertation angenommen wurde, bietet einen umfassenden Leitfaden für Unternehmen, die eine Optimierung ihrer Immobilienbestände in strategischer und finanzwirtschaftlicher Hinsicht anstreben. In diesem Sinne sind wir sicher, dass sie in Wissenschaft und Praxis gleichermaßen große Beachtung finden wird.

Professor Dr. Karl-Werner Schulte HonRICS

Professor Dr. Stephan Bone-Winkel

Department of Real Estate
EUROPEAN BUSINESS SCHOOL
International University Schloß Reichartshausen
Oestrich-Winkel

VORWORT

Es gibt viele Faktoren, die eine Desinvestition von Unternehmensimmobilien notwendig machen können. Zu den wesentlichen gehört die Immobilien inhärente hohe Bindung von Kapital, für das im Kerngeschäft des Unternehmens Bedarf besteht. Ein weiteres Problem stellt die Inkongruenz zwischen dem zunehmend an Dynamik gewinnenden Immobilienbedarf und der rigiden Bereitstellung durch Eigentum dar. Abgesehen davon werden viele Immobilien aufgrund von Rationalisierungen und Standortverlagerungen überflüssig und bedürfen somit einer Verwertung.

Die Entscheidungsfindung über die Desinvestition und damit häufig auch über die Bereitstellung von Unternehmensimmobilien ist ein komplexer Prozess, der verschiedenste Fragen auf unterschiedlichen Ebenen aufwirft: auf Ebene des Portfolios und auf Ebene der einzelnen Immobilien einerseits und auf Ebene der Immobilie als Produktionsfaktor, Kapitalanlage und Bestandteil des Immobilienmarktes andererseits. Im Rahmen der vorliegenden Arbeit wurde ein mehrstufiges Entscheidungskonzept erarbeitet, das entscheidungsrelevanten Kriterien Prioritäten zuordnet und vorhandene Managementinstrumente in den Entscheidungsprozess einordnet. Die hierarchische Vorgehensweise erlaubt die Ableitung strategisch und finanzwirtschaftlich optimierter Bereitstellungs- und Desinvestitionsstrategien.

Diese Arbeit entstand während der Zeit als wissenschaftliche Assistentin am Stiftungslehrstuhl Immobilienökonomie an der EUROPEAN BUSINESS SCHOOL International University in Oestrich-Winkel. Für die Unterstützung, die mir in dieser Zeit zuteil wurde, möchte ich mich sehr herzlich bedanken.

Mein besonderer Dank gilt meinem akademischen Lehrer und Doktorvater Professor Dr. Karl-Werner Schulte, der sich durch einen bemerkenswerten Weitblick und einen unvergleichbaren Sinn für Inhalte auszeichnet und mich zu jedem Zeitpunkt in fachlicher Hinsicht unterstützt und persönlich ermutigt hat. Herrn Professor Dr. Ulrich Grimm danke ich für die bereitwillige Übernahme und zügige Abfassung des Korreferats. Weiterhin möchte ich mich beim gesamten Team des Department of Real Estate für die Kollegialität, das Vertrauen und die großartige Zusammenarbeit bedanken.

Ebenso gilt mein Dank jenen fachkundigen Gesprächspartnern, die mir in zahlreichen Gesprächen tiefe Einblicke in die Thematik gewährt haben. Stellvertretend für diese danke ich insbesondere Herrn Sven Andersen, Herrn Volker Dittmeier und Herrn Heinz Joachim Kummer, die mir im Rahmen ausführlicher Diskussionen Rede und Antwort gestanden haben.

Meinen Freunden – insbesondere Herrn Philipp Naubereit – danke ich für ihre moralische Unterstützung, konstruktive Kritik und Ad-hoc-Problemlösungen. Schließlich gilt mein ganz besonderer Dank meinen Eltern und allen voran Herrn Martin Böschen, der mich unbeschreiblich unterstützt hat. Ihnen widme ich meine Arbeit.

Wiesbaden, im Februar 2006

Sonja Gier

Inhaltsübersicht

1	Einleitung	1
1.1	Problemstellung und Zielsetzung	1
1.2	Abgrenzung und Einordnung	5
1.3	Theoretischer Bezugsrahmen	7
1.4	Gang der Untersuchung	10
2	Grundlagen	15
2.1	Unternehmensimmobilien	15
2.2	Mehrstufiger Ansatz des Corporate Real Estate Managements	26
2.3	Zusammenfassung	58
3	Bereitstellung von Unternehmensimmobilien als Kernaufgabe des Corporate Real Estate Managements	61
3.1	Formen der Immobilienbereitstellung	61
3.2	Risiken der Bereitstellung von Unternehmensimmobilien	76
3.3	Zielsetzungen der Bereitstellung von Unternehmensimmobilien	81
3.4	Empirische Betrachtung der Immobilienbereitstellung	96
3.5	Wirkung von Immobilienbereitstellungsstrategien auf den Marktwert des Kapitals	132
3.6	Zusammenfassung	153
4	Corporate Real Estate Portfoliomanagement als Basis der Ableitung von Bereitstellungsstrategien	157
4.1	Konzeption des Corporate Real Estate Portfoliomanagements	157
4.2	Festlegung der Immobilienstrategie	171
4.3	Bestandsanalyse von Unternehmensimmobilien	185
4.4	Bedarfsanalyse von Unternehmensimmobilien	205
4.5	Optimierungsanalyse und Ableitung des Kernportfolios	221
4.6	Zusammenfassung	231
5	Ableitung von Desinvestitionsstrategien im Rahmen des Corporate Real Estate Asset Managements	233
5.1	Konzeption des Corporate Real Estate Asset Managements	233
5.2	Beweggründe und Zielsetzungen für Desinvestitionen	236
5.3	Möglichkeiten der Kapitalfreisetzung aus betriebsneutralen und betriebsnotwendigen Immobilien	251
5.4	Kapitalmarktorientierte Bewertung alternativer Verwertungs- und Bereitstellungsstrategien	262
5.5	Transaktionsformen	276
5.6	Anlagestrategien potenzieller Immobilieninvestoren	288
5.7	Strukturierung von Angeboten	296
5.8	Zusammenfassung	302
6	Strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen bei der Desinvestition von Unternehmensimmobilien	305
6.1	Vertragsgestaltungskomponenten	305
6.2	Investorenauswahl und Preisfindung	313
6.3	Strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen in der Praxis	320
6.4	Zusammenfassung	340
7	Zusammenfassung und Ausblick	343

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis.....	XIII
Tabellenverzeichnis.....	XVI
Abkürzungsverzeichnis.....	XVIII
1 Einleitung.....	1
1.1 Problemstellung und Zielsetzung.....	1
1.2 Abgrenzung und Einordnung.....	5
1.3 Theoretischer Bezugsrahmen.....	7
1.4 Gang der Untersuchung.....	10
2 Grundlagen.....	15
2.1 Unternehmensimmobilien.....	15
2.1.1 Allgemeine Begriffsdefinition.....	15
2.1.2 Systematisierung von Unternehmensimmobilien.....	17
2.2 Mehrstufiger Ansatz des Corporate Real Estate Managements.....	26
2.2.1 Gegenstand und Definition des Corporate Real Estate Managements.....	26
2.2.2 Hierarchisierung und Abgrenzung der Funktionen des Corporate Real Estate Managements.....	27
2.2.3 Corporate Real Estate Portfoliomanagement.....	30
2.2.4 Corporate Real Estate Asset Management.....	34
2.2.5 Facilities Management.....	36
2.2.6 Notwendigkeit eines mehrstufigen Corporate Real Estate Management-Konzeptes.....	37
2.2.6.1 Komplexität und Heterogenität des Immobilienbestands.....	37
2.2.6.2 Mangelnde Kenntnis von Optimierungspotenzialen im Bestand.....	38
2.2.6.3 Mangelnde Verknüpfung der strategischen Unternehmensplanung mit der Immobilienbereitstellung.....	40
2.2.6.4 Fehlende konzeptionelle Gesamtsicht des Bestands.....	44
2.2.6.5 Notwendigkeit der Restrukturierung der Immobilienbereitstellung.....	47
2.2.6.6 Fehlendes Managementinstrumentarium zur Steuerung des Immobilienbestands von Non-Property Companies.....	48
2.2.7 Voraussetzungen für ein effektives Management der Unternehmensimmobilien.....	50
2.2.7.1 Leistungsfähiges Immobilien-Managementinformationssystem.....	50
2.2.7.2 Integration des Immobilienmanagements in das strategische Management des Unternehmens.....	54
2.2.7.2.1 Konstanter Dialog zwischen Immobilien- und Unternehmensbereichen.....	54
2.2.7.2.2 Berücksichtigung der Unternehmensimmobilie als Financial Asset im Rahmen der Unternehmensfinanzierung.....	57
2.3 Zusammenfassung.....	58

3	Bereitstellung von Unternehmensimmobilien als Kernaufgabe des Corporate Real Estate Managements	61
3.1	Formen der Immobilienbereitstellung	61
3.1.1	Eigentum	61
3.1.1.1	Begriffsdefinition.....	61
3.1.1.2	Vor- und Nachteile des Eigentums an Unternehmensimmobilien.....	62
3.1.1.3	Bilanzierung von Unternehmensimmobilien nach HGB, IAS/IFRS und US GAAP	63
3.1.2	Leasing 65	
3.1.2.1	Begriffsdefinition.....	65
3.1.2.2	Die Begriffe Operate Leasing und Finanzierungsleasing	66
3.1.2.3	Bilanzierung der Leasingimmobilie nach HGB, IAS bzw. IFRS und US GAAP	69
3.1.2.4	Vor- und Nachteile des Immobilien-Leasing	71
3.1.3	Miete 72	
3.1.3.1	Begriffsdefinition.....	72
3.1.3.2	Exkurs zur Bilanzierung von Mietverträgen: IAS Lease Accounting Reform	72
3.1.3.3	Vor- und Nachteile der Immobilienbereitstellung durch Anmietung	74
3.2	Risiken der Bereitstellung von Unternehmensimmobilien.....	76
3.2.1	Übersicht	76
3.2.2	Verfügbarkeitsrisiko	76
3.2.3	Fehlinvestitionsrisiko.....	77
3.2.4	Verwertungsrisiko	79
3.2.5	Kaufpreis- bzw. Wertänderungsrisiko.....	80
3.2.6	Mietänderungsrisiko.....	81
3.2.7	Eigentümerrisiken	81
3.3	Zielsetzungen der Bereitstellung von Unternehmensimmobilien	81
3.3.1	Maximierung des Unternehmenswertes.....	81
3.3.2	Optimierung der Flächenversorgung der Geschäftsbereiche	82
3.3.3	Sicherung der Verfügbarkeit und Sicherung der Kontrolle über strategisch bedeutende Immobilien.....	83
3.3.4	Optimierung der Immobilienbereitstellungskosten.....	84
3.3.5	Optimierung der Kapitalbindung.....	85
3.3.6	Minimierung immobilienbezogener Risiken	86
3.3.7	Optimierung der Flexibilität	90
3.3.8	Zielkonflikte.....	95
3.4	Empirische Betrachtung der Immobilienbereitstellung.....	96
3.4.1	Bedeutung und Struktur des Immobilieneigentums deutscher Unternehmen im internationalen Vergleich	96
3.4.1.1	Finanzwirtschaftliche Bedeutung des Immobilienvermögens deutscher Unternehmen	96
3.4.1.2	Vergleichende Untersuchung des Immobilienvermögens europäischer und US-amerikanischer Unternehmen	99

3.4.1.3	Struktur des Immobilieneigentums von Non-Property Companies	100
3.4.2	Eigentumsverhältnisse an Unternehmensimmobilien im internationalen und im Branchenvergleich	108
3.4.3	Erforderliche Struktur der Verfügungsrechte	113
3.4.4	Gründe für die hohe Eigentumsquote und Entwicklung des Marktes für Corporate Real Estate	122
3.4.4.1	Historische Ursachen der hohen Eigentumsquoten	122
3.4.4.2	Haltung und Kompetenz von Unternehmensführung und Immobilienverantwortlichen	124
3.4.4.3	Entwicklungsstand des Immobilien- und Kapitalmarktes als Hindernis einer Restrukturierung der Immobilienbereitstellung	127
3.5	Wirkung von Immobilienbereitstellungsstrategien auf den Marktwert des Kapitals	132
3.5.1	Notwendigkeit der Berücksichtigung der Kapitalgeber	132
3.5.2	Ereignisstudien zu Kapitalmarktreaktionen auf die Desinvestition von Unternehmensimmobilien	133
3.5.2.1	Aktienkursreaktionen auf die Desinvestition von Unternehmensimmobilien	133
3.5.2.1.1	Sale-Leaseback-Transaktionen	133
3.5.2.1.2	Sell-off von Immobilien	139
3.5.2.1.3	Spin-off von Immobilienabteilungen	142
3.5.2.2	Anleihkursreaktionen auf Sale-Leaseback-Transaktionen	144
3.5.2.3	Risikowirkung von Desinvestitionen	145
3.5.2.4	Aktienkursreaktionen auf die Bereitstellung von Unternehmensimmobilien durch Anmietung bzw. Leasing ..	146
3.5.2.5	Zur Aussagekraft der vorliegenden Ereignisstudien	147
3.5.3	Einfluss des Immobilieneigentums auf Unternehmens-Performance und Risiko	149
3.5.4	Zusammenfassender Überblick über die empirischen Untersuchungen	152
3.6	Zusammenfassung	153
4	Corporate Real Estate Portfoliomanagement als Basis der Ableitung von Bereitstellungsstrategien	157
4.1	Konzeption des Corporate Real Estate Portfoliomanagements	157
4.1.1	Grundlegende Konzepte als Basis des Portfoliomanagements	158
4.1.1.1	Das Kern-Peripherie-Konzept als Grundmodell der Immobilienbereitstellung	158
4.1.1.2	Optimierung der Verfügungsrechte	161
4.1.1.3	Bildung von Bedarfs-Clustern zur Nutzung von Synergieeffekten innerhalb des Unternehmens	166
4.1.2	Komponenten des Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Prozesses	169
4.2	Festlegung der Immobilienstrategie	171
4.2.1	Strategische Ausgangssituationen des Corporate Real Estate Portfoliomanagements	171

4.2.2	Instrumente zur Ableitung der Immobilienstrategie	175
4.2.3	Festlegung von Richtlinien und Standards als Basis der Strategieumsetzung.....	180
4.3	Bestandsanalyse von Unternehmensimmobilien.....	185
4.3.1	Übersicht	185
4.3.2	Erfassung relevanter Bestandsdaten	186
4.3.3	Kennzahlenanalyse und Benchmarking zur Identifikation von Optimierungspotenzialen im Bestand.....	187
4.3.3.1	Zweck von Performance-Messung und Benchmarking.....	187
4.3.3.2	Schwierigkeiten der Performance-Messung	189
4.3.3.3	Auswahl von Performance-Messgrößen.....	191
4.3.4	Analyse von Wertsteigerungspotenzialen bei alternativer Nutzung ..	199
4.3.5	Matrix-Portfolioanalyse zur Ableitung von Optimierungs- potenzialen und Prioritäten	201
4.3.5.1	Zielsetzung der Portfolioanalyse und Matrix- Dimensionierung	201
4.3.5.2	Clusterbildung im Rahmen der Portfolioanalyse	203
4.4	Bedarfsanalyse von Unternehmensimmobilien	205
4.4.1	Übersicht	205
4.4.2	Flächen- und Arbeitsplatzstandards als Basis der Formulierung des Flächenbedarfs	207
4.4.3	Instrumente der Bedarfsanalyse	208
4.4.3.1	Bottom-up-Bedarfsplanung	208
4.4.3.2	Top-down-Bedarfsplanung	209
4.4.3.3	Stress Testing als Frühwarnsystem für Veränderungen des Immobilienbedarfs	211
4.4.3.4	Szenarioanalysen.....	212
4.4.3.5	Kombination der Bedarfsprognose-Instrumente	214
4.4.4	Möglichkeiten des Umgangs mit Prognoseunsicherheit durch Flexibilisierung der Bereitstellung.....	216
4.4.5	Bestimmung notwendiger Vertragsbindung und -kontrolle	219
4.5	Optimierungsanalyse und Ableitung des Kernportfolios	221
4.5.1	Übersicht	221
4.5.2	Lückenanalyse und Optimierung von Vertragslaufzeiten.....	222
4.5.3	Nutzungsoptimierung	225
4.5.4	Entbehrlichkeitsprüfung	228
4.5.5	Einordnung in Portfolio-Matrix als Basis der Ableitung von Optimierungsstrategien.....	229
4.6	Zusammenfassung	231
5	Ableitung von Desinvestitionsstrategien im Rahmen des Corporate Real Estate Asset Managements	233
5.1	Konzeption des Corporate Real Estate Asset Managements.....	233
5.1.1	Grundlegende Konzepte des Asset Managements	233
5.1.2	Komponenten des Corporate Real Estate Asset Management- Prozesses.....	234
5.2	Beweggründe und Zielsetzungen für Desinvestitionen.....	236
5.2.1	Beweggründe für die Desinvestition von Unternehmensimmobilien ..	236

5.2.1.1	Veränderung des Immobilienbedarfs.....	236
5.2.1.2	Zunehmende Kapitalmarktorientierung.....	238
5.2.1.3	Gefahr der Übernahme	241
5.2.1.4	Umstellung der Bilanzierung auf IAS/IFRS	242
5.2.2	Ableitung eines Zielsystems für die Desinvestition von Unternehmensimmobilien	243
5.2.2.1	Übersicht.....	243
5.2.2.2	Kapitalfreisetzung.....	245
5.2.2.3	Verbesserung der Bilanzkennzahlen	245
5.2.2.4	Beibehaltung der Kontrolle über strategisch bedeutende Immobilien	247
5.2.2.5	Flexibilisierung der Immobilienbereitstellung	247
5.2.2.6	Senkung der Bereitstellungskosten	247
5.2.2.7	Verringerung der Eigentümersrisiken	249
5.2.2.8	Aufrechterhaltung der Möglichkeit der Partizipation an der Wertsteigerung der Immobilien.....	250
5.2.2.9	Optimierung des Veräußerungserlöses und der Wertschöpfung	250
5.3	Möglichkeiten der Kapitalfreisetzung aus betriebsneutralen und betriebsnotwendigen Immobilien.....	251
5.3.1	Verwertungsstrategien für betriebsneutrale Immobilien.....	251
5.3.1.1	Passive Verwertungsstrategien	251
5.3.1.2	Aktive Verwertungsstrategien.....	253
5.3.1.3	Umsetzung aktiver Verwertungsstrategien durch Joint Ventures	255
5.3.2	Desinvestition betriebsnotwendiger Immobilien.....	256
5.3.2.1	Sale-Leaseback-Transaktionen	256
5.3.2.2	Klassische Sale-Leaseback-Transaktionen	257
5.3.2.3	Lease-Leaseback.....	259
5.3.2.4	Flexible Sale-Leaseback-Transaktionen.....	259
5.3.2.5	Strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen.....	260
5.3.2.6	Total Property Outsourcing.....	261
5.4	Kapitalmarktorientierte Bewertung alternativer Verwertungs- und Bereitstellungsstrategien.....	262
5.4.1	Parameter der Beurteilung von Desinvestitionsstrategien	262
5.4.2	Bewertung alternativer Verwertungsstrategien für betriebs- neutrale und dauerhaft entbehrliche Immobilien.....	264
5.4.2.1	Konkurrenz aktiver Verwertungsstrategien mit Kerngeschäftsbereichen.....	264
5.4.2.2	Beispielhafte Bewertung alternativer Verwertungs- strategien	265
5.4.3	Bewertung alternativer Bereitstellungsstrategien	267
5.4.3.1	Cashflow-Anpassung	267
5.4.3.2	Wahl des Diskontierungsfaktors	268
5.4.3.2.1	Diskontierungsfaktoren in der Unternehmenspraxis.....	268

5.4.3.2.2	Auswahl adäquater Diskontierungsfaktoren auf Basis einer Systematisierung des Entscheidungsproblems.....	269
5.4.3.2.3	Veränderungen der Risikoposition der Anteilseigner.....	272
5.4.3.3	Beispielhafte Bewertung von Bereitstellungsalternativen....	273
5.5	Transaktionsformen.....	276
5.5.1	Systematisierung der Transaktionsformen.....	276
5.5.2	Direkte Veräußerung.....	277
5.5.2.1	Portfoliotransaktion.....	277
5.5.2.2	Einzelveräußerung versus Paketveräußerung.....	278
5.5.2.3	Asset Deal versus Share Deal.....	280
5.5.3	Kapitalmarktorientierte Transaktionen.....	281
5.5.3.1	Börseneinführung.....	281
5.5.3.2	Offener Immobilienfonds.....	284
5.5.3.3	Geschlossener Immobilienfonds.....	286
5.6	Anlagestrategien potenzieller Immobilieninvestoren.....	288
5.6.1	Nomenklatur für Investitionsstrategien.....	288
5.6.2	Systematisierung potenzieller Anleger.....	292
5.7	Strukturierung von Angeboten.....	296
5.7.1	Markt- und Wettbewerbsanalysen.....	296
5.7.1.1	Kapitalmarktanalyse.....	296
5.7.1.2	Immobilienmarktanalyse.....	297
5.7.2	Timing und Priorisierung der Desinvestition.....	298
5.7.3	Strukturierung des Bestands nach Investorenkriterien.....	299
5.7.4	Paketbildung.....	299
5.8	Zusammenfassung.....	302
6	Strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen bei der Desinvestition von Unternehmensimmobilien.....	305
6.1	Vertragsgestaltungskomponenten.....	305
6.1.1	Möglichkeiten der Flexibilisierung.....	305
6.1.1.1	Mietverträge auf Objekt- und Portfolioebene.....	305
6.1.1.2	Kündigungsoptionen.....	306
6.1.2	Möglichkeiten der Sicherung von Verfügbarkeit und Miethöhe.....	307
6.1.2.1	Optionen.....	307
6.1.2.2	Dienstbarkeit und Stillhalteerklärung vorrangiger Gläubiger.....	308
6.1.2.3	Mietanpassungsvereinbarungen.....	309
6.1.3	Grenzen der Flexibilisierung und Einflussnahme.....	309
6.1.3.1	Gesicherte Cashflows zum Zwecke der Fremdfinanzierung.....	309
6.1.3.2	Wertschöpfungsstrategien potenzieller Investoren.....	310
6.1.3.3	Wirtschaftlichkeit.....	311
6.1.4	Überwälzung und Übernahme von Risiken.....	311
6.1.4.1	Instandhaltungs- und Instandsetzungspflichten.....	311
6.1.4.2	Gewährleistungs- und Haftungsregelungen.....	312

6.1.4.3	Abschluss von Generalmietverträgen	312
6.1.4.4	Cashflow-Besicherung	313
6.2	Investorenauswahl und Preisfindung	313
6.2.1	Potenzielle Investoren für strukturierte Sale-Leaseback- Portfoliotransaktionen	313
6.2.2	Preisfindung.....	314
6.2.2.1	Preisfindungskomponenten	314
6.2.2.2	Bestimmung des Basis-Wertes durch Discounted Cashflow-Berechnung	315
6.2.2.3	Bewertung der vereinbarten Optionen.....	316
6.3	Strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen in der Praxis.....	320
6.3.1	Deutsche Bank	321
6.3.1.1	Strategische Ausgangslage und Zielsetzungen der Desinvestition.....	321
6.3.1.2	Portfoliobildung und Auswahl der Investoren.....	322
6.3.1.3	Die „TWIX“-Portfoliotransaktion	324
6.3.1.3.1	Transaktionsstruktur	324
6.3.1.3.2	Vertragsgestaltung.....	325
6.3.1.4	Die „WAVE“-Portfoliotransaktion	327
6.3.1.4.1	Transaktionsstruktur	327
6.3.1.4.2	Vertragsgestaltung.....	327
6.3.1.5	Zusammenfassende Bewertung	329
6.3.2	Abbey National	330
6.3.2.1	Strategische Ausgangslage.....	330
6.3.2.2	Portfoliobildung und Auswahl des Investors	331
6.3.2.3	Transaktionsstruktur.....	331
6.3.2.4	Vertragsgestaltung	332
6.3.2.5	Zusammenfassende Bewertung	334
6.3.3	Bank of America	335
6.3.3.1	Strategische Ausgangslage.....	335
6.3.3.2	Portfoliobildung und Auswahl des Investors	336
6.3.3.3	Transaktionsstruktur.....	338
6.3.3.4	Vertragsgestaltung	338
6.3.3.5	Zusammenfassende Bewertung	339
6.4	Zusammenfassung	340
7	Zusammenfassung und Ausblick	343
	Literaturverzeichnis	347

Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1:	Visualisierung des Aufbaus der Arbeit	14
Abbildung 2:	Kontinuum der Betriebsnotwendigkeit.....	23
Abbildung 3:	Hierarchische Darstellung der Funktionen des Corporate Real Estate Managements.....	27
Abbildung 4:	Prozess und Komponenten des Corporate Real Estate Managements.....	29
Abbildung 5:	Ursachen für die mangelnde Ausrichtung des operativen Managements an strategischen Zielen	42
Abbildung 6:	Zielerreichung durch Asset Management und Portfoliomanagement ...	47
Abbildung 7:	Klassifikationsschema für die Bilanzierung von Immobilien nach IAS ..	64
Abbildung 8:	Quellen der Unsicherheit der strategischen Entwicklung	94
Abbildung 9:	Gesamtbestand und drittverwendungsfähige Immobilien nach Branche (zu Anschaffungskosten in €).....	102
Abbildung 10:	Eigengenutzte Unternehmensimmobilien nach Immobilientyp	106
Abbildung 11:	Eigentümer investierbarer Gewerbeimmobilien, USA, 1. Quartal 1998.....	107
Abbildung 12:	Eigentumsverhältnisse betrieblich genutzter Immobilien in deutschen Großunternehmen	108
Abbildung 13:	Anteil der eigengenutzten Flächen an der Gesamtfläche.....	110
Abbildung 14:	Lease-to-Own-Verhältnis nach einer Studie des IDRC	111
Abbildung 15:	Durchschnittliche Zusammensetzung des Portfolios nach Bindungsdauer.....	114
Abbildung 16:	Entwicklung der Mietvertragslaufzeiten in Großbritannien, ungewichtet	119
Abbildung 17:	Häufigkeit der Vereinbarung von Kündigungsrechten	120
Abbildung 18:	Durchschnittliche Mietvertragslaufzeit der Verträge mit Kündigungsoption bis zur ersten Kündigungsoption.....	120
Abbildung 19:	Strategie- bzw. bedarfskonformes Immobilienportfoliomodell	159
Abbildung 20:	Kosten der inflexiblen Immobilienbereitstellung	162

Abbildung 21: Gewichtung der Portfoliostruktur nach der Volatilität der Geschäftstätigkeit	165
Abbildung 22: Clusterbildung zur Optimierung der Bedarfsplanung.....	167
Abbildung 23: Clusterbildung zur Identifikation von Möglichkeiten der Standortkonsolidierung	168
Abbildung 24: Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Prozess und -Komponenten	170
Abbildung 25: Immobilienportfoliooptimierung nach strategischer Ausgangslage des Unternehmens	174
Abbildung 26: Das „Strategy Alignment Model“	177
Abbildung 27: Die „Strategy Alignment Map“	178
Abbildung 28: Richtlinien und Standards zur Gewährleistung der operativen Umsetzung der Immobilienstrategie.....	181
Abbildung 29: Jones Lang LaSalle „City Cobweb“ zur Standortbewertung	184
Abbildung 30: Finanzwirtschaftliche und leistungswirtschaftliche Messgrößen	192
Abbildung 31: Aufschlüsselung der Komponenten der Performance-Kennzahl Bereitstellungskosten pro Mitarbeiter	195
Abbildung 32: Fremdnutzungs-/Eigennutzungsquote (Lease-to-Own-Verhältnis) im Branchenvergleich	197
Abbildung 33: Statistische Erfassung objektbezogener Mängelanzeigen zur Beurteilung der Effektivität	198
Abbildung 34: Beispiel für Dimensionierung im Rahmen der Portfolioanalyse	202
Abbildung 35: Matrix-Portfolioanalyse nach Performance-Kennzahlen.....	203
Abbildung 36: Bottom-up-Ansatz der Flächenbedarfsplanung	209
Abbildung 37: Top-down-Ansatz der Flächenbedarfsplanung.....	210
Abbildung 38: Erweiterung der Verfügungsrechte durch Optionen	217
Abbildung 39: Steigender Flexibilitätsbedarf mit zunehmendem Prognosezeitraum.....	218
Abbildung 40: Flexibilisierung der Immobilienbereitstellung durch Mietvertragsoptionen oder Flächen- und Grundstücksbevorratung	219
Abbildung 41: Wahrscheinlichkeitsverteilung für Flächenbedarf	220

Abbildung 42: Optimale Struktur der Verfügungsrechte.....	220
Abbildung 43: Lückenanalyse: Gegenüberstellung von Bedarf, Bestand und Optionen bei zunehmendem Bedarf	224
Abbildung 44: Lückenanalyse: Gegenüberstellung von Bedarf, Bestand und Optionen bei abnehmendem Bedarf	225
Abbildung 45: Bereitstellung im Falle der Rationalisierung als Ergebnis der Optimierungsanalyse	227
Abbildung 46: Optionen zur Sicherung der Verfügbarkeit	227
Abbildung 47: Portfolio-Matrix zur Ableitung von Handlungsstrategien in Immobilienbeständen von Non-Property Companies	229
Abbildung 48: Abweichungen zwischen Ist- und Soll-Bestand.....	230
Abbildung 49: Corporate Real Estate Asset Management-Prozess und -Komponenten	235
Abbildung 50: Zielsetzungen der Desinvestition von Unternehmensimmobilien	244
Abbildung 51: Grundstruktur einer Sale-Leaseback-Transaktion.....	257
Abbildung 52: Verhältnis zwischen Eigen-/Fremdnutzung (nach Fläche) branchengleicher Unternehmen.....	269
Abbildung 53: Systematisierung der Transaktionsformen.....	277
Abbildung 54: Transaktionsstruktur der Desinvestition durch Börseneinführung.....	282
Abbildung 55: Transaktionsstruktur der Desinvestition durch Auflage eines offenen Immobilienfonds.....	285
Abbildung 56: Transaktionsstruktur der Desinvestition durch Auflage eines geschlossenen Immobilienfonds in der Rechtsform der KG bzw. GmbH & Co. KG.....	287
Abbildung 57: Risiko/Rendite-Profile verschiedener Anlagestrategien.....	289
Abbildung 58: Investitionskriterien von Immobilieninvestoren	293
Abbildung 59: Bereitschaft zur Entrichtung von Prämien für flexible Mietvertragslaufzeiten.....	320
Abbildung 60: Mietvertragsstruktur der „TWIX“-Portfoliotransaktion	326
Abbildung 61: Mietvertragsstruktur der „WAVE“-Portfoliotransaktion.....	328
Abbildung 62: Flexibilisierung der Immobilienbereitstellung bei Abbey National	333

Tabellenverzeichnis

Tabelle 1:	Systematisierung von Unternehmensimmobilien	17
Tabelle 2:	Strategische Bedeutung von Immobilien	22
Tabelle 3:	Übersicht über Leasingbegriffe im deutschen Sprachgebrauch	67
Tabelle 4:	Bilanzierungskriterien für Finance Leases nach IAS 17 (überarbeitet) und Capital Leases nach FAS 13	70
Tabelle 5:	Das Immobilienvermögen der 30 größten deutschen börsennotierten Non-Property Companies (nach Bilanzsumme)	98
Tabelle 6:	Anteil Spezialimmobilien am Gesamtbestand nach Branchen	101
Tabelle 7:	Marktwertschätzungen bei unterschiedlichen Prämissen	104
Tabelle 8:	Eigentumsverhältnisse im internationalen Vergleich	110
Tabelle 9:	Übersicht über Ereignisstudien zu Ankündigungen von Sale-Leaseback-Transaktionen	137
Tabelle 10:	Übersicht über Ereignisstudien zu Ankündigungen von Sell-offs	141
Tabelle 11:	Übersicht über Ereignisstudien zu Ankündigungen von Spin-offs	143
Tabelle 12:	Faktoren der Entscheidung über die Bereitstellung durch Eigentum oder Miete	166
Tabelle 13:	Die Rolle der Immobilie und ihres Managements im Produktlebenszyklus bzw. im Lebenszyklus des Unternehmens	172
Tabelle 14:	Ausrichtung der Immobilienstrategie an der treibenden Kraft des Unternehmens	176
Tabelle 15:	Systematisierung der relevanten Bestandsdaten	187
Tabelle 16:	Nettobarwert der aktiven Verwertungsstrategie	266
Tabelle 17:	Nettobarwert der passiven Verwertungsstrategie bei Reinvestition der freigesetzten Mittel in das Kerngeschäft	266
Tabelle 18:	Parameter (in tsd. €)	274
Tabelle 19:	Nettobarwert der Bereitstellung durch Eigentum	274
Tabelle 20:	Nettobarwert der Sale-Leaseback-Transaktion bei Reinvestition der freigesetzten Mittel in das Kerngeschäft	275

Tabelle 21: Vor- und Nachteile von Einzelveräußerungen und Portfoliotransaktionen.....	279
Tabelle 22: Renditen und Charakteristika verschiedener Anlagestrategien (ohne Fremdkapitaleinsatz)	292
Tabelle 23: Renditen und Charakteristika verschiedener Anlagestrategien (mit Fremdkapitaleinsatz)	292
Tabelle 24: Relation zwischen angemieteten und eigengenutzten Immobilien (m ²) vor und nach den Immobilien-Portfoliotransaktionen „TWIX“ und „WAVE“	329

Abkürzungsverzeichnis

AAR	average abnormal return
AFR	American Financial Realty Trust
AFRG	American Financial Resource Group
AG	Aktiengesellschaft
BBC	British Broadcasting Corporation
BOMA	Building Owners and Managers Association
BörsZulV	Börsenzulassungsverordnung
CAFM	Computer Aided Facility Management
CAR	cumulative abnormal return
CEO	Chief Executive Officer
CFO	Chief Financial Officer
CRE	Corporate Real Estate
CREM	Corporate Real Estate Management
CREO	Corporate Real Estate Officer
CREX	Corporate Real Estate Exchange
CSSF	Commission de Surveillance du Secteur Financier
DCF	Discounted Cashflow
ERP	Enterprise Resource Planning
EVA	Economic Value Added
GFZ	Geschossflächenzahl
GrEStG	Grunderwerbsteuergesetz
GRZ	Grundflächenzahl
IAS	International Accounting Standard
IFRS	International Financial Reporting Standard
IRS	Internal Revenue Service
IASB	International Accounting Standards Board
IASCF	International Accounting Standards Committee Founda- tion
IDRC	International Development Research Council (heute: CoreNet Global)

IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer
IFRS	International Financial Reporting Standards
InsO	Insolvenzordnung
InvG	Investmentgesetz
IPD	Investment Property Databank
IRC	Internal Revenue Code
IREM	Institute of Real Estate Management
IRS	Internal Revenue Service
FAS	Financial Accounting Standard
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
LAAS	Lease Audit & Analysis Services
NACE	Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté Européenne
NACORE	National Association of Corporate Real Estate Executives
OPD	Occupiers Property Databank
PFI	Private Finance Initiative
REIT	Real Estate Investment Trust
RICS	Royal Institution of Chartered Surveyors
ROCE	Return on Capital Employed
RONA	Return on Net Assets
SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable
SSAP	Statements of Standard Accounting Practice
TPO	Total Property Outsourcing
UK GAAP	United Kingdom Generally Accepted Accounting Practice
US GAAP	United States Generally Accepted Accounting Principles
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
zfbf	Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZVG	Gesetz über die Zwangsversteigerung und Zwangsverwaltung

1 Einleitung

1.1 Problemstellung und Zielsetzung

Unternehmensimmobilien – betriebsnotwendig und betriebsneutral – binden Eigenkapital in erheblichem Umfang. In Europa und insbesondere in Deutschland befinden sich etwa zwei Drittel der betrieblich genutzten Immobilien im Eigentum des Unternehmens.¹ ROULAC bezeichnet diese Immobilien als „veritable massive ‚iceberg below the water line‘“², der ein großes Potenzial für die Finanzierung von Unternehmen wie auch für Immobilieninvestoren birgt.³ Der im Zuge der Globalisierung zunehmende Wettbewerb macht nachhaltige Investitionen in das Kerngeschäft erforderlich. Infolgedessen müssen sich Unternehmen nicht mehr nur auf Produktmärkten durchsetzen, sondern auch auf dem Kapitalmarkt in einem zunehmenden Wettbewerb nationale und internationale Investoren attrahieren, um ihren Kapitalbedarf zu decken.⁴ Dabei wächst der Druck auf Unternehmen, Immobilien indirekt zu finanzieren.⁵

Infolge der veränderten Rahmenbedingungen und der wachsenden Erkenntnis, dass Immobilien in den meisten Fällen nicht zum Kerngeschäftsfeld des Unternehmens zu zählen sind und durch eine Veräußerung erhebliches Kapital freigesetzt sowie Kosten und Risiken durch eine Flexibilisierung gesenkt werden können, entschließen sich immer mehr Unternehmen, große Teile ihrer Immobilienbestände zu veräußern.⁶ Unternehmen wie Microsoft, Whirlpool, Gillette und British Telecom, die konsequent betriebsnotwendige Immobilien veräußern, sind heute keine Ausnahme mehr.⁷ Das Eigentum an Unternehmensimmobilien ist weltweit – insbesondere auch in Deutschland – in der letzten Dekade infolge von Veräußerungen betriebsneutraler und betriebsnot-

¹ Vgl. Jones Lang LaSalle, Ownership Structures, S. 1.

² Roulac, Corporate-Owned Real Estate, S. 167.

³ Vgl. Roulac, Corporate-Owned Real Estate, S. 177.

⁴ Vgl. Linneman, Coming Disposal, S. 5.

⁵ Vgl. Arend, Portfolio Structuring, S. 260.

⁶ Vgl. Barris, Sale-Leasebacks, S. 103; Thomas, Outsourcing, S. 6; Cohen, Rethink of Property, S. 1; Hofmann, Historischer Ballast, S. 28; Sullivan, Offloading Property, S. 248; Mattson-Teig, Value Approach, S. 139 f.; Ratner, Outsourcing, S. 2; Cohen, Selling, S. 1; Cohen, Trend for Outsourcing, S. 1; Fernández Reumann/Krieger/Friedrichs, Fallstudie Deutsche Telekom AG, S. 414; Fernández Reumann, Sireo, S. 346. Ein Anstieg des Transaktionsvolumens kann sowohl in Europa als auch in den USA verzeichnet werden. Vgl. Nappi-Choulet, Corporate Property Outsourcing, S. 7-9; Friedemann, Europas Konzerne, S. 41 sowie Roulac, Corporate-Owned Real Estate, S. 177. Bezüglich verschiedener Einschätzungen des geplanten Transaktionsvolumens vgl. Meissl Årebo/Gantenbein, Ausgliederung, S. B23; Leykam, Investmentmarkt, S. 1; Lino, Konzernstrategien, S. 57; Leykam, Potential, S. 1; Pott, Ausverkauf, S. 90; Oehme, Konzerne, S. 39; Leykam, Spin-offs, S. 1.

⁷ Vgl. Wood, Building Profits, S. 61 f.; Werres, Beton, S. 130 f.; Wainwright, Divestment, S. 330.

wendiger Immobilien bereits zurückgegangen.⁸ Dennoch befindet sich ein wesentlicher Teil der Bestände an drittverwendungsfähigen Immobilien noch im Eigentum deutscher Non-Property Companies.⁹ Großvolumige Sale-Leaseback-Transaktionen wie die der Deutsche Telekom AG und der Deutsche Bank AG läuten den Beginn einer Reihe größerer Portfoliotransaktionen ein.

Doch die Veräußerung betriebsnotwendiger Immobilien ist in operativer und finanzwirtschaftlicher Hinsicht keineswegs grundsätzlich vorteilhaft. Immobilienentscheidungen gehören unter anderem aufgrund der mangelnden Korrekturfähigkeit zu den folgenreichsten Entscheidungen in Unternehmen.¹⁰ Dies gilt nicht nur in Bezug auf die physischen Eigenschaften von Immobilien, sondern insbesondere auch in Bezug auf die Struktur der Verfügungsrechte. Die Konzentration auf die kurzfristige Freisetzung von Liquidität bei gleichzeitigem Abschluss langfristiger Miet- oder Leasingverträge kann angesichts des beschleunigten Wirtschaftswandels und der eingeschränkten langfristigen Planbarkeit der Immobilienbereitstellung hohe Risiken bergen.¹¹ „Sales- [!] and-leaseback and ‚corporate PFI‘ [...] may release capital, but they do not contribute value unless they also reduce risk by translating fixed costs into variable ones.“¹² Flexibilität ist nicht nur aufgrund quantitativer, sondern auch qualitativer Veränderungen des Flächenbedarfs von Relevanz.¹³ „Die internationalen Wirtschaftsverflechtungen führen zu einer erhöhten Mobilität der Unternehmensstandorte.“¹⁴ Viele der bereits durchgeführten Sale-Leaseback-Transaktionen haben die operative und auch finanzielle Reaktionsmöglichkeit der betreffenden Unternehmen erheblich eingeschränkt. So wurden Sale-Leaseback-Transaktionen umgesetzt, die Unternehmen langfristig an Immobilien gebunden haben, die bereits wenige Jahre später nicht mehr benötigt wurden. „The cost of such surplus real estate is substantial since many companies carry the baggage

⁸ Vgl. Brounen/Eichholtz, Global Trends, S. 77. Vgl. auch Liow, Performance, S. 125.

⁹ Vgl. Schulte/Gier, Immobilienvermögen, S. 7 und S. 17-19; Pfnür/Hedden, Corporate Real Estate 2002, S. 43-45; Maisch, Immobilien-Verkäufe, S. 20.

¹⁰ Vgl. Schulte/Schäfers, Modernes Immobilien-Management, S. 45 sowie Linneman, Coming Disposal, S. 12.

¹¹ Vgl. Wainwright, Divestment, S. 330, 332 und S. 336 sowie Cooke, Corporate Real Estate, S. 372. „What is perhaps surprising is the willingness that many companies still exhibit to enter into 25-year-plus operating leases on leaseback properties, in the light of recent changes in the market practice, the absence of a long-term business plan and the proposed changes in Accounting Standards.“ Wainwright, Divestment, S. 332 f. Die Vertragsstrukturen der in den letzten Jahren durchgeführten Sale-Leaseback-Transaktionen scheinen keine ausreichende Flexibilität einzuräumen. So mussten ABB, Ericsson und Swisscom bereits Teile ihrer veräußerten und zurückgemieteten Immobilienbestände untervermieten, da der Bedarf weggefallen ist. Vgl. Louko, Portfolio Outsourcings, S. 83.

¹² Booth, Shareholder Value, S. 27.

¹³ Vgl. Louko, Portfolio Outsourcings, S. 83.

¹⁴ Schulte/Schäfers, Modernes Immobilien-Management, S. 38.

of real estate decisions made long ago.“¹⁵ Diese immobilienbezogenen Risiken können durch eine Flexibilisierung der Immobilienbereitstellung von Non-Property Companies auf Immobilieninvestoren übertragen werden, was jedoch wiederum mit erhöhten Bereitstellungskosten einhergeht. So wurden im Rahmen von Property Outsourcing-Transaktionen hohe Entgelte oder geringe Veräußerungserlöse für die Einräumung von Flexibilität in Kauf genommen, für die kein Bedarf bestand.¹⁶

Eine Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Sale-Leaseback-Transaktionen ist nur im Kontext der strategischen Entwicklung und der Finanzierungsstrategie des Unternehmens möglich.¹⁷ Die Durchführung von Portfolioanalysen und ein darauf basierendes Immobilien-Portfoliomanagement sowie die gezielte Immobilienverwertung werden in der Praxis jedoch immer noch äußerst selten umgesetzt.¹⁸ Dies führt einerseits zu oben genannten Problemen, andererseits zu einer suboptimalen Kapitalfreisetzung und einer unnötigen Verlängerung des Vermarktungszeitraumes, da keine vorausschauende, zielgerichtete Planung stattfindet. Verwertungen werden häufig auf Basis einer mangelhaften oder gar fehlenden konzeptionellen Vorbereitung und ohne Berücksichtigung von Wertsteigerungspotenzialen vorgenommen.¹⁹ Die Beschäftigung mit der Desinvestition von Unternehmensimmobilien findet bislang hauptsächlich transaktionsbe-

¹⁵ Linneman, Coming Disposal, S. 12.

¹⁶ Vgl. Lizieri/Ward, "Financial Alchemy", S. 17; Weatherhead, Property Issues, S. 17; Asson, Real Estate Partnerships, S. 327 f.; Louko, Portfolio Outsourcings, S. 72; Wainwright, Divestment, S. 332 f.; Linneman, Coming Disposal, S. 15. Dies ist bspw. bei Abbey National der Fall. Die Antizipation der abnehmenden Bedeutung von Bankfilialen hat sich im Nachhinein als falsch erwiesen, so dass zu kurze und somit zu teure Mietverträge vereinbart wurden. Vgl. Louko, Portfolio Outsourcings, S. 83.

¹⁷ „You can optimize financially only after you optimize occupancy.“ What's needed is a duration matching exercise [...].“ Arend, Portfolio Structuring, S. 262. „[...] only when all the business issues have been worked through and a CRE [corporate real estate] plan articulated should the alternative finance routes be progressed.“ Trundle, Hidden Value, S. 63.

¹⁸ Vgl. Schulte/Schäfers, Modernes Immobilien-Management, S. 31.

¹⁹ Vgl. Apgar, Deconcentration, S. 52; Jewett, Surplus Real Estate, S. 8. Im Rahmen einiger weniger Studien wurde bislang hauptsächlich die Veräußerung betriebsneutraler Immobilien untersucht. Diesbezüglich kam eine Umfrage von NOURSE/KINGERY zu dem Ergebnis, dass Desinvestitionen in den meisten Fällen ohne wertsteigernde Maßnahmen umgesetzt werden. 92,5 % der Immobilien, die zur Veräußerung standen, wurden ohne jegliche Wertsteigerungsmaßnahmen angeboten. Vgl. Nourse/Kingery, Surplus Corporate Real Estate, S. 53 f. Dies wurde zum einen mit dem einhergehenden Entwicklungsrisiko und einer diesbezüglich mangelnden Managementkompetenz begründet. Ein weiteres, häufig genanntes Argument war Zeitmangel. Vgl. Nourse/Kingery, Surplus Corporate Real Estate, S. 56 f. Zudem gingen 18 % der für die Verwertung Verantwortlichen davon aus, dass eine aktive Verwertung nicht notwendig ist, um einen guten Preis zu erzielen. Vgl. Nourse/Kingery, Surplus Corporate Real Estate, S. 56. REDMAN/TANNER untersuchten im Rahmen einer Unternehmensbefragung die Methoden, die zur Desinvestitionsentscheidung sowohl für betriebsnotwendige als auch betriebsneutrale Immobilien herangezogen werden. Im Resultat wurde festgestellt, dass – was im Rahmen der vorgegebenen Antworten gar nicht berücksichtigt wurde – qualitative Kriterien eine entscheidende Rolle im Rahmen der Entscheidungsfindung spielen. Vgl. Redman/Tanner, Acquisition and Disposition, S. 78.

zogen statt. Insbesondere in Deutschland werden Desinvestitionsstrategien bislang überwiegend in Bezug auf den Verkaufsprozess, d.h. Due Diligence, steuerliche und rechtliche Gestaltung diskutiert.²⁰ Infolge einer mangelnden konzeptionellen Vorbereitung, einer Unkenntnis und resultierenden Fehleinschätzung des eigenen Bestands²¹ und einer unzureichenden Orientierung an den Anlagestrategien potenzieller Investoren werden nicht nur unvorteilhafte Desinvestitionsstrategien umgesetzt; häufig scheitern Veräußerungen auch dauerhaft.²² Diese Unzulänglichkeiten sind unter anderem auf einen Mangel an Führungsinstrumenten zurückzuführen.

Die Komplexität und die große Hebelwirkung immobilienbezogener Entscheidungen erfordern ein Entscheidungsinstrument, das die Eigenschaft der Unternehmensimmobilie als Betriebsmittel und Kapitalanlage berücksichtigt. Ein ganzheitliches Konzept für die Steuerung komplexer Immobilienbestände und die Restrukturierung der Immobilienbereitstellung im strategischen und finanzwirtschaftlichen Kontext des Unternehmens kann die bestmögliche Angleichung der vorhandenen an die notwendigen Verfügungsrechte an Unternehmensimmobilien und die Auswahl der im Sinne der wertorientierten Unternehmensführung optimalen Desinvestitionsstrategie gewährleisten.

Im Rahmen dieser Arbeit soll ein mehrstufiges Corporate Real Estate Management-Konzept erarbeitet werden, das eine an den strategischen und finanzwirtschaftlichen Zielsetzungen des Unternehmens ausgerichtete Steuerung komplexer Immobilienbestände erlaubt. Dem Management des Gesamtbestands soll insbesondere das zu entwickelnde Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Konzept dienen. Auf Grundlage der hieraus abgeleiteten Handlungsempfehlungen können im Rahmen des Corporate Real Estate Asset Managements, das der Steuerung einzelner Objekte dient, Desinvestitionsstrategien abgeleitet werden, die durch eine Anpassung der Immobilienbereitstellung an den Immobilienbedarf einerseits durch eine Senkung immobilienbezogener Kosten und Risiken und andererseits durch die Freisetzung des in Immobilien gebundenen Kapitals einen positiven Beitrag zum Unternehmenswert leisten können. Mit der Entwicklung dieses Konzeptes wird der Forderung nach mehr normativer und

²⁰ Die Tagungsprogramme zahlreicher Fachkonferenzen belegen dies überdeutlich.

²¹ Vgl. Barris, Sale-Leasebacks, S. 109.

²² Vgl. Fernández Reumann/Krieger/Friedrichs, Fallstudie Deutsche Telekom AG, S. 437; Aengevelt, Paketverkäufe, S. 28; o.V., Ausländische Investoren, S. 3 f.; Knof, Portfolio-Transaktionen, S. 7; Sireo Real Estate Asset Management GmbH, Annual Report 2003, S. 44 f.; Schneiders, Wirtschaftliche Due Diligence, S. 3 f.; Rohmert, Probleme, S. 2; Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 35; Rienmüller, Immobilienschätze, S. 13; Cohen, Gain Value, S. 28. „However, unlike single assets, [...] there were many unknown costs, liabilities and potential capital changes embedded in the portfolios.“ Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 35.

präskriptiver Forschung im Rahmen der wissenschaftlichen Untersuchung des Corporate Real Estate Managements nachgekommen.²³

Weiterhin soll der der eigentlichen Veräußerung vorgelagerte Asset Management-Prozess, der der Ableitung von Desinvestitionsstrategien dient, systematisch dargestellt werden. Hierbei erfolgen neben der Auswahl zu veräußernder Immobilien die Identifikation potenzieller Investoren und die Zusammenstellung adäquater Angebote. Dieser Leitfaden für die Ableitung von Desinvestitionsstrategien soll durch eine ausführliche, praxisnahe Darstellung der Möglichkeiten zur Durchführung strukturierter Sale-Leaseback-Transaktionen ergänzt werden.

Zahlreiche Fallbeispiele und drei Fallstudien sollen die praktische Umsetzbarkeit der dargestellten Konzepte und Strategien aufzeigen.

1.2 Abgrenzung und Einordnung

Die Bereitstellung und die Verwertung von Unternehmensimmobilien sind neben der Bewirtschaftung die Basisstrategien des betrieblichen Immobilienmanagements.²⁴ Im Rahmen dieser Arbeit wird ein Entscheidungskonzept entwickelt, das eine Optimierung des Bestands hinsichtlich der Bereitstellung und der Verwertung bezweckt. Somit handelt es sich bei dieser Arbeit um eine Weiterentwicklung und Vertiefung zweier wesentlicher Komponenten des Corporate Real Estate Managements, die bereits in der Grundlagenarbeit von SCHÄFERS dargestellt wurden.²⁵

Der Begriff Desinvestition bezeichnet die Freisetzung der in konkreten Vermögenswerten gebundenen finanziellen Mittel durch Veräußerung und ist somit die Umkehrung der Investition.²⁶ Diese Kapitalfreisetzung bezieht sich auf die Freisetzung von Eigenkapital und nicht auf die Beleihung von Immobilien zur Aufnahme von Fremdkapital. Der Eigentumsübergang an einen unternehmensfremden Dritten ist somit das entscheidende Kriterium der Desinvestition. Das Hauptaugenmerk dieser Arbeit liegt auf Transaktionsformen, die die Freisetzung von Eigenkapital bezwecken und echten Ver-

²³ Diese wird insbesondere von MANNING/ROULAC gefordert, die sich mit dem zukünftigen Forschungsbedarf in diesem Feld auseinander gesetzt haben. Vgl. Manning/Roulac, Corporate Real Estate Research, S. 7 und S. 22 f.

²⁴ Vgl. Schäfers, Strategisches Management, S. 151-187.

²⁵ Vgl. Schäfers, Strategisches Management, S. 9. Die Portfolioanalyse des im Rahmen dieser Arbeit zu entwickelnden Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Konzeptes weicht wesentlich von der in der Arbeit von SCHÄFERS dargestellten immobilienorientierten Portfolioanalyse ab. Vgl. Schäfers, Strategisches Management, S. 123-132.

²⁶ Vgl. Corsten, Betriebswirtschaftslehre, S. 184; o.V., Gabler Wirtschaftslexikon, S. 280. Die Desinvestition von Unternehmensimmobilien geht nicht zwingend mit einer Reduktion der Kapazitäten, jedoch mit einer Reduktion der Verfügungsrechte einher.

äußerungscharakter besitzen.²⁷ Instrumente der Fremdkapitalfinanzierung, d.h. Möglichkeiten der immobilienpezifischen Fremdfinanzierung zur Freisetzung von Liquidität werden im Rahmen dieser Arbeit nicht bzw. peripher betrachtet.²⁸

Der Begriff „Monetarisierung“ hat sich in der Praxis für die systematische, umfangreiche Freisetzung liquider Mittel aus Unternehmensimmobilien durchgesetzt und beschreibt einen Prozess, bei dem illiquide Vermögensgegenstände in Geld bzw. Kaufkraft umgewandelt werden.²⁹ Unter „Monetarisierung“ oder auch Mobilisierung von Unternehmensimmobilien versteht man infolgedessen die Freisetzung von liquiden Mitteln, die zuvor in Immobilien gebunden waren.³⁰ Sie geht meist mit der Grundsatzentscheidung einher, das in Unternehmensimmobilien gebundene Kapital freizusetzen und die Immobilienbereitstellung von der überwiegenden Eigennutzung zur überwiegenden Anmietung zu restrukturieren, d.h. ein Eigentumsportfolio in ein überwiegendes Anmietportfolio zu transformieren.³¹ Der Begriff umfasst jedoch neben der Veräußerung der Immobilien auch andere Möglichkeiten der Freisetzung liquider Mittel wie beispielsweise Verbriefungen zukünftiger immobilienbezogener Forderungen. Im Gegensatz dazu ist der Begriff Desinvestition auf die Freisetzung von Eigenkapital durch eine echte Veräußerung beschränkt.

Bisher wurde die Separation und Finanzierung von Unternehmensimmobilien unter kapitalmarkttheoretischen Aspekten untersucht; die Entwicklung eines Entscheidungskonzeptes zur Restrukturierung der Immobilienbereitstellung – insbesondere zur Ableitung von Desinvestitions- oder Finanzierungsentscheidungen – unter Berücksichtigung der Unternehmensstrategie ist jedoch bislang nicht erfolgt. Anders als vorangegangene Arbeiten beschränkt sich diese nicht auf die Veräußerung betriebsneutraler Unterneh-

²⁷ Es geht infolgedessen nicht um die Finanzierung des Eigentums (Off-Balance-Sheet-Finanzierungen eingeschlossen), sondern um Formen des „Equity Purchase“. Vgl. dazu Pederson, Corporate Real Estate (1, 1), S. 80-83. Zu den hauptsächlichen Investoren zählen in den USA REITs, aber auch eine Vielzahl von Investoren, die Immobilien entweder auf dem Rating der Non-Property Company („credit-based“) oder auf den Eigenschaften der Immobilie („asset-based“) basierend akquirieren. Vgl. Pederson, Corporate Real Estate (1, 1), S. 81 f.

²⁸ Dieser Themenkomplex war Gegenstand der Arbeit von CROMMEN zur „Finanzierung von Unternehmensimmobilien: Eine Shareholder Value-orientierte Analyse“.

²⁹ Vgl. Fernández Reumann, Immobilienoutsourcing, S. 20. Streng genommen bezeichnet der Begriff Monetarisierung die Messung in monetärer Form (Geldwertschätzung), d.h. die Quantifizierung oder das Ausdrücken in monetären Einheiten und ist somit im Zusammenhang der Desinvestition nicht treffend. Da er sich in der Praxis durchgesetzt hat, wird er dennoch im Sinne von Desinvestition verwendet. „Monetisierung“ von Aktiva ist ein Begriff der Geldwirtschaft und meint die Geldschöpfung durch Aktivitäten von Banken, insbesondere der Zentralbank. Der Monetisierungsgrad misst die Geldmenge im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt.

³⁰ Auch im Englischen wird der Begriff „monetization“ gebraucht. Vgl. o.V., Monetizing, S. 10.

³¹ Vgl. Sireo Real Estate Asset Management GmbH, Annual Report 2003, S. 20.

mensimmobilien oder die Freisetzung von Kapital aus betriebsnotwendigen Immobilien, die dem Unternehmen noch langfristig zur Verfügung stehen sollen, sondern bezieht sämtliche Unternehmensimmobilien in die Entscheidungsfindung ein.³² Dies ist angesichts eines Kontinuums der Betriebsnotwendigkeit³³ nicht nur sinnvoll, sondern auch notwendig.

Die Arbeit geht grundsätzlich von Unternehmen aus, die sich auf die Kerngeschäftstätigkeit konzentrieren. Folglich wird die Diversifikation in das Immobilien-geschäft nicht als Alternative für die Verwertung von Unternehmensimmobilien verfolgt.

1.3 Theoretischer Bezugsrahmen

Die vorliegende Arbeit folgt dem anwendungsorientierten Ansatz der Betriebswirtschaftslehre, der im Gegensatz zur theoretischen Ausrichtung normative Handlungsempfehlungen ausspricht. Sie orientiert sich insbesondere am entscheidungsorientierten Ansatz der Betriebswirtschaftslehre von HEINEN.³⁴ Dieser verknüpft eine theoretische und eine pragmatische Zielsetzung: Die entscheidungsorientierte Betriebswirtschaftslehre ist einerseits praktisch-normativ, „[...] d.h. sie formuliert ihre Probleme in den logischen Kategorien eines Entscheidungsprozesses [...]“³⁵ und ist „[...] ausgeprägt auf praktische Probleme ausgerichtet [...]“³⁶. Andererseits bezweckt sie eine verhaltenswissenschaftliche Fundierung; hiernach setzt die Ableitung realistischer Pro-

³² Gegenstand der Dissertation von BUSE war das strategische Management industrieverbundener Wohnungsunternehmen und somit nicht primär betriebsnotwendiger oder betriebsneutraler Immobilienbestände. Vgl. Buse, Wohnungsunternehmen, S. 3. HENS betrachtet im Rahmen der Veräußerung betriebsnotwendiger Immobilien ausschließlich Sale-Leaseback-Transaktionen im Sinne einer Finanztransaktion. Vgl. Hens, Marktwertorientiertes Management, S. 144-146 sowie S. 218-223. CROMMEN geht ebenfalls – und nur am Rande – auf Sale-Leaseback-Transaktionen ein und konzentriert sich auf die Finanzierung langfristig dem Leistungserstellungsprozess des Unternehmens dienender Immobilien. Vgl. Crommen, Finanzierung, S. 33 sowie insbesondere S. 215-219.

³³ Das Kontinuum der Betriebsnotwendigkeit wird im Rahmen dieser Arbeit noch eingehend diskutiert. Vgl. hierzu Punkt 2.1.2 Systematisierung von Unternehmensimmobilien.

³⁴ Ausführliche Darstellungen des entscheidungsorientierten Ansatzes finden sich bspw. bei Heinen, Grundfragen, S. 364-393; Heinen, Betriebswirtschaftslehre, S. 429-444; Raffée, Betriebswirtschaftslehre, S. 54-59; Ulrich/Hill, Wissenschaftstheoretische Aspekte, S. 173 f.

³⁵ Ulrich/Hill, Wissenschaftstheoretische Aspekte, S. 174.

³⁶ Ulrich/Hill, Wissenschaftstheoretische Aspekte, S. 174.

blemlösungen wirklichkeitsnahe Prämissen voraus.³⁷ Der Entscheidungsansatz hat demnach in seiner verhaltenswissenschaftlichen Ausprägung die Systematisierung, Erklärung und Gestaltung von Phänomenen und Tatbeständen der Unternehmenspraxis unter dem Blickwinkel betrieblicher Entscheidungen zum Gegenstand.³⁸

Den theoretischen Bezugsrahmen innerhalb der Betriebswirtschaftslehre bilden die strategische Unternehmensplanung bzw. das strategische Management, die Finanzierungstheorie sowie die Immobilienökonomie, insbesondere der Ansatz des Corporate Real Estate Managements.

Das strategische Management ist als Weiterentwicklung der strategischen Unternehmensplanung zu sehen, die auf der Theorie der Unternehmensführung beruht.³⁹ Innerhalb des Bereichs der Finanzierungstheorie sind insbesondere Investitions- und Finanzierungsentscheidungen sowie die Theorie des Kapitalmarktes von Relevanz.⁴⁰

Die Immobilienökonomie stellt einen funktionalen Teilbereich der Betriebswirtschaftslehre dar. Das zentrale Ziel dieser Wissenschaftsdisziplin ist „[...] die Erklärung und Gestaltung realer Entscheidungen von mit Immobilien befassten Wirtschaftssubjekten.“⁴¹ Diese Zieldefinition unterstreicht die enge Ausrichtung am entscheidungsorientierten Ansatz der modernen Betriebswirtschaftslehre. Dabei sollen nicht nur problemrelevante Erklärungen entwickelt werden. Vielmehr wird angestrebt, den Entscheidungsträgern konkrete Handlungsempfehlungen zur Lösung immobilienpezifischer Probleme an die Hand zu geben. Im Rahmen dieser Arbeit stehen die immobilienpezifischen Entscheidungen von Non Property-Companies im Vordergrund der Betrachtung.

³⁷ Vgl. Ulrich/Hill, Wissenschaftstheoretische Aspekte, S. 174. „Wenn sie [die entscheidungsorientierte Betriebswirtschaftslehre] zu realistischen Problemlösungen gelangen will, muß [!] sie von realistischen Prämissen ausgehen und als deskriptive BWL zunächst das tatsächliche Entscheidungsverhalten in Betriebswirtschaften untersuchen.“ Ulrich/Hill, Wissenschaftstheoretische Aspekte, S. 174. Dieser Forderung nach einer verhaltenswissenschaftlichen Erklärungsaufgabe wird im Rahmen dieser Arbeit mit der Berücksichtigung der praktisch umgesetzten Immobilienbereitstellung und der Erforschung der Gründe für die Umsetzung der beobachteten Bereitstellungsstrategien Rechnung getragen. Zur grundsätzlichen Unterscheidung zwischen deskriptiver und präskriptiver Entscheidungstheorie vgl. Meyer, Entscheidungstheorie, S. 2 f.; Rommelfanger/Eickemeier, Entscheidungstheorie, S. 2-4; Bamberg/Coenenberg, Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre, S. 1-7.

³⁸ Vgl. Heinen, Unternehmensführung, S. 12.

³⁹ Vgl. Ansoff/Declerck/Hayes, Strategic Management, S. 39-77; Bea/Haas, Strategisches Management, S. 11-14.

⁴⁰ Zur Finanzierungstheorie vgl. Drukarczyk, Finanzierung, S. 119-253.

⁴¹ Schulte/Schäfers, Disziplin, S. 57.

tung.⁴² Da diese Entscheidungen jedoch insbesondere von Immobilieninvestoren abhängig sind, werden die Investitionsstrategien letzterer ebenfalls berücksichtigt.

Das Corporate Real Estate Management ist eine Forschungsrichtung der Immobilienökonomie, die aus der Erkenntnis entstanden ist, dass Immobilien und ihrem Management in Non-Property Companies keine hinreichende Aufmerksamkeit zuteil wurde.⁴³ Corporate Real Estate als Gegenstand wissenschaftlicher Forschung ist im Vergleich zu anderen Bereichen der Immobilienökonomie wie beispielsweise Immobilieninvestition und -bewertung sowie Immobilien-Portfoliomanagement stark unterrepräsentiert.⁴⁴

Im Rahmen dieser Forschungsrichtung haben sich bislang vier wesentliche Forschungsschwerpunkte herauskristallisiert, denen regional eine unterschiedlich große Bedeutung beigemessen wird. Dies sind die kapitalmarkttheoretische Betrachtung des Immobilienvermögens, die Entwicklung zielführender Immobilieninformationssysteme, die Ausrichtung des Immobilienbestands an der Unternehmensstrategie sowie die Organisation des Immobilienmanagements.⁴⁵

Die Thematik dieser Arbeit konzentriert sich auf die Schnittstelle zwischen kapitalmarkttheoretischer Betrachtung der Immobilienbereitstellung und strategischem Immobilienmanagement mit Ausrichtung der Immobilien- an der Unternehmensstrategie. Die Basisstrategien der Immobilienbereitstellung und der Immobilienverwertung dienen als Grundlage dieser Arbeit, wobei die Strategien der Verwertung angesichts der bisherigen Fokussierung auf nicht mehr betriebsnotwendige Immobilien⁴⁶ modifiziert werden. An der Schnittstelle dieser zwei Forschungsbereiche haben sich zwei neue Forschungszweige gebildet: das Corporate Real Estate Portfolio- und das Corporate Real Estate Asset Management-Konzept. Erste Ansätze eines Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Konzeptes wurden im Rahmen eines Forschungsprojekts der Corporate Real Estate Portfolio Alliance entwickelt, das Ende 1998 ins Leben gerufen wurde.⁴⁷ Auch CoreNet Global hat sich im Rahmen des Forschungsprojekts „Corporate Real

⁴² Die Anwendbarkeit des erarbeiteten Entscheidungsmodells beschränkt sich jedoch nicht auf privatwirtschaftliche Unternehmen, sondern ist auch zu einem großen Teil für Unternehmen der öffentlichen Hand sowie auch Immobilieninvestoren von großem Interesse.

⁴³ Die Bedeutung der Immobilie im Anlagevermögen und als Kostenfaktor wurde erstmals 1981 von ZECKHAUSER/SILVERMAN (Harvard University) bzw. 1987 von VEALE (Massachusetts Institute of Technology) im Rahmen empirischer Untersuchungen identifiziert. Vgl. Manning/Roulac, Research, S. 265. Die Studien wurden 1983 bzw. 1989 veröffentlicht.

⁴⁴ Vgl. Manning/Roulac, Research, S. 271-275. Vgl. auch Roulac, Corporate-Owned Real Estate, S. 168.

⁴⁵ Vgl. Pfnür, Immobilienmanagement, S. 60 f.

⁴⁶ Vgl. Schäfers, Strategisches Management, S. 175.

⁴⁷ Vgl. Bomba, Corporate Real Estate Portfolio Management, S. 103 f.; Bomba/McMahan, Portfolio Alliance, S. 8; Arend, Portfolio Management Model, S. 218.

Estate 2010“ mit dem Themenkomplex „Asset Management & Portfolio Optimization“ befasst,⁴⁸ wobei die Forschungsbemühungen hier nicht zur Ausarbeitung eines anwendbaren Gesamtkonzeptes geführt haben. Daneben haben sich weitere Forscher mit verschiedenen Teilaspekten des Corporate Real Estate Portfoliomanagements befasst. Im Rahmen dieser Arbeit werden die vorhandenen Forschungsansätze in ein Gesamtkonzept integriert und weiterentwickelt, das die wesentlichen Bestandteile der vorhandenen Ansätze verknüpft und Schwächen der vorliegenden Ansätze ausgleicht.⁴⁹

1.4 Gang der Untersuchung

Ausgehend von der formulierten Problemstellung werden in Kapitel 2 die Grundlagen für die weiteren Ausführungen gelegt. Neben der Definition und Systematisierung des Begriffs Unternehmensimmobilie im ersten Abschnitt erfolgt im zweiten Abschnitt eine ausführliche Darstellung des mehrstufigen Corporate Real Estate Management-Konzeptes, dessen strategische Bestandteile im weiteren Verlauf der Arbeit detailliert behandelt werden. Neben einer allgemeinen Definition des Begriffs Corporate Real Estate Management und der Darstellung des hierarchisch gegliederten Konzeptes wird auch auf die Notwendigkeit eines solchen Corporate Real Estate Management-Ansatzes und die Voraussetzungen für eine erfolgreiche Umsetzung eingegangen.

Kapitel 3 widmet sich der Bereitstellung von Unternehmensimmobilien sowohl in theoretischer als auch in praktischer Hinsicht. Diese Ausführungen bilden die Grundlage für Entscheidungen über die Desinvestition betriebsnotwendiger Immobilien, da Sale-Leaseback-Transaktionen einer Restrukturierung der Immobilienbereitstellung gleichkommen. An die Erläuterung der theoretischen Bereitstellungsmöglichkeiten im ersten Abschnitt knüpft eine Darstellung der Risiken der Immobilienbereitstellung an. Darauf folgt im dritten Abschnitt eine Erläuterung der wesentlichen Zielsetzungen der Bereitstellung von Unternehmensimmobilien. Diesen theoretischen Ausführungen folgt im vierten und fünften Abschnitt des Kapitels eine auf empirischen Studien basierende Untersuchung der tatsächlich umgesetzten Immobilienbereitstellung und ihrer Implikationen. Dabei werden im vierten Abschnitt nicht nur die Struktur der Immobilienbestände der Unternehmen in Bezug auf ihre Drittverwendungsfähigkeit, sondern auch das Verhältnis zwischen eigengenutzten Immobilien, d.h. betriebsnotwendigen Immobilien

⁴⁸ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 7.

⁴⁹ Der Bedarf für ein die einzelne Immobilie übergreifendes Konzept und dessen Umsetzung in der Praxis wurde auch von SCHULTE/SCHÄFERS angeführt. Vgl. Schulte/Schäfers, Modernes Immobilien-Management, S. 31.

im Eigentum der Unternehmen und angemieteten Immobilien untersucht. Neben der Darstellung der Ergebnisse bereits vorhandener Studien erfolgt auch die Darstellung einer eigenen Analyse des Immobilienbestands deutscher börsennotierter Unternehmen.⁵⁰ Die Einbeziehung empirischer Daten über die vorliegende und die zukünftig erforderliche Struktur der Verfügungsrechte verdeutlicht die Notwendigkeit einer Restrukturierung der Immobilienbereitstellung. Im fünften Abschnitt wird anhand verschiedener quantitativer empirischer Untersuchungen der Einfluss von Immobilienbereitstellungsstrategien auf den Marktwert des Eigenkapitals und des Fremdkapitals untersucht. Hierbei werden einerseits Ergebnisse von Ereignisstudien herangezogen, die den Einfluss der Ankündigung von Immobilienveräußerungen auf den Kurs der Aktien sowie teilweise auch der Anleihen veräußernder Unternehmen untersuchen, sowie andererseits Studien über die Wirkung von Immobilienbereitstellungsstrategien auf den Gesamtertrag (Total Return) und das Unternehmensrisiko analysiert. Auf Basis dieser Ergebnisse wird die Notwendigkeit einer Restrukturierung der Immobilienbereitstellung aus Perspektive des Kapitalmarktes aufgezeigt. Das Kapitel schließt mit einer Zusammenfassung der Ausführungen.

In Kapitel 4 erfolgt die Entwicklung eines Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Konzeptes, das der Ausrichtung der Immobilienbereitstellung an der strategischen Planung des Unternehmens dienen soll. Im ersten Abschnitt wird der Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Prozess grundlegend dargestellt, um auf dieser Basis abschnittsweise detailliert auf die einzelnen Komponenten einzugehen. Hierbei werden jeweils verschiedene Instrumente, die im Rahmen der einzelnen Komponenten Anwendung finden können, bezüglich ihrer Funktionsweise theoretisch dargestellt und zur Visualisierung anhand von Praxisbeispielen erläutert. Die Ableitung der grundlegenden Immobilienstrategie aus der Unternehmensstrategie bildet die Basis aller weiteren immobilienbezogenen Entscheidungen und ist Gegenstand des zweiten Abschnitts. Eine weitere wesentliche Komponente des Portfoliomanagement-Prozesses ist die Analyse des Bestands an Unternehmensimmobilien. Diese Beurteilung der vorhandenen Objekte und ihrer Nutzung bildet die Basis eines Abgleichs mit dem parallel zu erhebenden zukünftigen Flächenbedarf. Die eingehende Darstellung der hierfür notwendigen Instrumente ist Gegenstand des dritten und vierten Abschnitts. Die Synthese der Ergebnisse letzterer beiden Komponenten des Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Konzeptes erfolgt im Rahmen der im fünften Abschnitt behandelten Optimierungsana-

⁵⁰ Zur Methodik der Analyse vgl. Punkt 3.4.1.3 Struktur des Immobilieneigentums von Non-Property Companies.

lyse, in der die Resultate der Bedarfs- und Bestandsanalyse zusammengeführt werden, um eine Einordnung der Immobilien nach ihrer zukünftigen Bedeutung für das Unternehmen vorzunehmen. Als Ergebnis der Optimierungsanalyse wird die Diskrepanz zwischen dem Soll- und dem Ist-Bestand abgeleitet. Dabei werden insbesondere der langfristige Kernbestand an Unternehmensimmobilien sowie der Bestand an betriebsneutralen Immobilien identifiziert; neben diesen Kategorien gibt es zudem dauerhaft entbehrliche Objekte, die mittelfristig nicht mehr benötigt werden, und Immobilien, bezüglich deren zukünftiger Nutzung Unsicherheit besteht, so dass Bedarf für eine Flexibilisierung der Bereitstellung besteht. Das Kapitel schließt im siebten Abschnitt mit einer Zusammenfassung.

Ausgehend von den Resultaten des Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Prozesses werden Entscheidungen über die Verwertung betriebsneutraler Immobilien und die Desinvestition betriebsnotwendiger Immobilien im Rahmen des Corporate Real Estate Asset Managements gefällt. Dieser Entscheidungsprozess und die grundlegenden Möglichkeiten der Desinvestition sind Gegenstand von Kapitel 5. Im ersten Abschnitt erfolgt zunächst eine Darstellung der Konzeption des Corporate Real Estate Asset Managements. Daraufhin werden die wesentlichen Beweggründe und Zielsetzungen für Immobiliendesinvestitionen aufgezeigt. Diese bilden die Basis für die Auswahl der im dritten Abschnitt dargestellten Möglichkeiten der Desinvestition betriebsneutraler und betriebsnotwendiger Immobilien und sind zu diesem Zweck zu gewichten. Diese Priorisierung erfolgt auf Basis kapitalmarktorientierter Bewertungen alternativer Verwertungs- und Bereitstellungsstrategien, mit denen sich der vierte Abschnitt befasst. Die Wahl zwischen aktiver und passiver Immobilienverwertung und verschiedenen Bereitstellungsstrategien ist maßgeblich abhängig von der Verwendung des freigesetzten Kapitals. Daneben spielen die Zielsetzungen der Anteilseigner des Unternehmens und Informationsineffizienzen eine entscheidende Rolle. Aus diesem Grund wird je nach Ausgangssituation für einen von den immobilienpezifischen Kapitalkosten abweichenden Diskontierungsfaktor für die Barwertermittlung plädiert. Das auf Basis der Barwertermittlung festgelegte Portfolio zu veräußernden Immobilien ist in einem nächsten Schritt so zu strukturieren, dass die festgelegten Desinvestitionsziele bestmöglich erfüllt werden können. Da eine ausschließliche Betrachtung der Verkäuferseite hierfür nicht zielführend ist, bedarf es einer Untersuchung der grundsätzlich in Frage kommenden Transaktionsformen im fünften und der Anlagestrategien potenzieller Investoren im sechsten Abschnitt. Letztere werden auf Basis von Cashflow-Präferenzen systematisiert und relevanten Marktteilnehmern zugeordnet. Auf dieser Basis kann eine Einordnung der zu veräußernden Immobilien zum Zwecke der Strukturi-

rierung von Angeboten erfolgen; hierbei wird auch auf die Zusammenstellung von Immobilienpaketen eingegangen, die mit der Anlagestrategie der jeweils anzusprechenden Investorengruppe konform sind. Im letzten Abschnitt werden die wesentlichen Erkenntnisse des Kapitels zusammengefasst.

In Kapitel 6 werden die Möglichkeiten der Strukturierung von Sale-Leaseback-Transaktionen dargestellt. Im ersten Abschnitt erfolgt eine Erläuterung der wesentlichen Vertragskomponenten von Sale-Leaseback-Portfoliotransaktionen, da deren Ausgestaltung – insbesondere die Konditionen der weiteren Nutzung – den Verkaufspreis und die Verfahren der Preisermittlung wesentlich beeinflussen. Im Anschluss daran wird eine der zunehmenden Flexibilität strukturierter Sale-Leaseback-Transaktionen gerecht werdende Methode zur Kaufpreisfindung erläutert. Diesen theoretischen Ausführungen folgen drei Fallstudien über strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen, die einen hohen Innovationscharakter aufweisen und das Spektrum der Möglichkeiten der Gestaltung strukturierter Sale-Leaseback-Transaktionen abdecken. Das Kapitel schließt ebenfalls mit einer Zusammenfassung.

In methodischer Hinsicht handelt es sich grundsätzlich um einen analytisch-deduktiven Forschungsansatz.⁵¹ In der gesamten Arbeit werden jedoch stets Praxisbeispiele angeführt, die im Rahmen der Literaturrecherchen und der Interviews erhoben wurden und der Illustration der theoretischen Ausführungen dienen sollen. Abbildung 1 stellt den Aufbau der Arbeit grafisch dar.

⁵¹ Vgl. hierzu Ulrich/Hill, Wissenschaftstheoretische Aspekte, S. 181 f.

1 Einleitung			
1.1 Problemstellung und Zielsetzung	1.2 Abgrenzung und Einordnung	1.3 Theoretischer Bezugsrahmen	1.4 Gang der Untersuchung
2 Grundlagen			
2.1 Unternehmensimmobilien		2.2 Mehrstufiger Ansatz des Corporate Real Estate Managements	
2.3 Zusammenfassung			
3 Bereitstellung von Unternehmensimmobilien als Kernaufgabe des Corporate Real Estate Managements			
3.1 Formen der Immobilienbereitstellung			
3.2 Risiken der Bereitstellung von Unternehmensimmobilien		3.3 Zielsetzungen der Bereitstellung von Unternehmensimmobilien	
3.4 Empirische Betrachtung der Immobilienbereitstellung		3.5 Wirkung von Immobilienbereitstellungsstrategien auf den Marktwert des Kapitals	
3.6 Zusammenfassung			
4 Corporate Real Estate Portfoliomanagement als Basis der Ableitung von Bereitstellungsstrategien			
4.1 Konzeption des Corporate Real Estate Portfoliomanagements			
4.2 Festlegung der Immobilienstrategie	4.3 Bestandsanalyse von Unternehmensimmobilien		4.5 Optimierungsanalyse und Ableitung des Kernportfolios
	4.4 Bedarfsanalyse von Unternehmensimmobilien		
4.6 Zusammenfassung			
5 Ableitung von Desinvestitionsstrategien im Rahmen des Corporate Real Estate Asset Managements			
5.1 Konzeption des Corporate Real Estate Asset Managements			
5.2 Beweggründe und Zielsetzungen für Desinvestitionen			
5.3 Möglichkeiten der Kapitalfreisetzung aus betriebsneutralen und betriebsnotwendigen Immobilien		5.4 Kapitalmarktorientierte Bewertung alternativer Verwertungs- und Bereitstellungsstrategien	
5.5 Transaktionsformen	5.6 Anlagestrategien potenzieller Immobilieninvestoren		5.7 Strukturierung von Angeboten
5.8 Zusammenfassung			
6 Strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen			
6.1 Vertragsgestaltungskomponenten		6.2 Investorenauswahl und Preisfindung	
6.3 Strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen in der Praxis			
6.4 Zusammenfassung			
7 Zusammenfassung und Ausblick			

Abbildung 1: Visualisierung des Aufbaus der Arbeit

2 Grundlagen

Die Ausführungen dieses Kapitels beinhalten die für das Verständnis der folgenden Kapitel notwendigen Grundlagen. Zunächst erfolgt eine weit gefasste Definition und Systematisierung des Begriffs Unternehmensimmobilie bzw. Corporate Real Estate, da die vorgestellten Konzeptionen und Instrumente für alle Verfügungsrechte an Immobilien von Relevanz sind. Weiterhin beinhaltet das Kapitel eine Einführung in ein mehrstufiges Corporate Real Estate Management-Konzept, das neben einer Schnittstelle zur Unternehmensstrategie das strategische Management sowohl auf Ebene des Gesamtbestands als auch der einzelnen Objekte sowie das operative Immobilienmanagement umfasst. Die Notwendigkeit eines mehrstufigen Ansatzes besteht aufgrund verschiedener Faktoren, die – wie auch die erforderlichen Voraussetzungen – abschließend erläutert werden.

2.1 Unternehmensimmobilien

2.1.1 Allgemeine Begriffsdefinition

Unternehmensimmobilien im Sinne dieser Arbeit sind Immobilien⁵², die sich im Besitz einer Non-Property Company befinden. Die Definition schließt demnach nicht nur Immobilien ein, die im Eigentum des Unternehmens sind, sondern auch solche, an denen das Unternehmen ein temporäres Verfügungsrecht besitzt,⁵³ da sämtliche Immobilien in die Strategiefindung einzubeziehen sind, um eine Optimierung der Immobilienbereitstellung zu erreichen.⁵⁴

Auch wenn sich die Arbeit mit der Desinvestition von Unternehmensimmobilien beschäftigt und der Fokus daher auf der Veräußerung von im Eigentum befindlichen Immobilien liegt, so muss dennoch die Veräußerungsstrategie bzw. die Auswahl der zu veräußernden Immobilien unter Berücksichtigung sämtlicher genutzter und ungenutzter bzw. teilweise genutzter Immobilien stattfinden. Zudem ist die Veräußerung betriebsnotwendiger Immobilien unmittelbar mit der Bereitstellung durch eine vom Eigentum abweichende Bereitstellungsform verknüpft. Weiterhin spielt die Übertragung von Miet-

⁵² Auf eine Darstellung des Immobilienbegriffs soll im Rahmen dieser Arbeit verzichtet werden, da dieser bereits in zahlreichen Veröffentlichungen in physischer, juristischer und ökonomischer Hinsicht hinreichend genau definiert wurde. Vgl. dazu Bone-Winkel/Schulte/Focke, Begriff, S. 7-15; Bone-Winkel, Immobilienfonds, S. 20-26; Schäfers, Strategisches Management, S. 13-17; Hens, Marktwertorientiertes Management, S. 73-75.

⁵³ Diese Begriffsauffassung teilen unter anderem auch PIERSCHKE und PFNÜR. Vgl. Pierschke, Facilities Management, S. 277; Pfnür, Immobilienmanagement, S. 8 sowie auch Wonner, Wertsteigerung, S. 16.

⁵⁴ Vgl. Mather, Intuition vs. Analysis, S. 17.

vertragsverpflichtungen im Rahmen von Property Outsourcing-Transaktionen eine zunehmend wichtige Rolle.⁵⁵

Unternehmensimmobilien stellen als Betriebsmittel eine notwendige Voraussetzung für den leistungswirtschaftlichen Faktorkombinationsprozess in Unternehmen dar,⁵⁶ haben jedoch für sich genommen als Zweckbauten „[...] keinen intrinsischen, isolierbaren Wert [...]“⁵⁷, sondern erhalten diesen erst durch eine ökonomisch sinnvolle Nutzung im Rahmen des betrieblichen Leistungserstellungsprozesses.⁵⁸ Non-Property Companies tätigen Immobilieninvestitionen demnach nicht zur Erzielung einer Rendite, sondern nach dem Gesichtspunkt eines optimalen Kosten/Nutzen-Verhältnisses unter Berücksichtigung der Produktivität, der strategischen Relevanz, des zeitlichen Bedarfs und sämtlicher Kosten, d.h. auch Eigenkapitalkosten des Unternehmens. „[...] the typical CRE [corporate real estate] manager is not in the business of investing in real estate for profit. Rather, he is in the business of sourcing a critical raw material in his firm's production process.“⁵⁹

„Aus ökonomischer Sicht bedeutsam ist, dass Wirtschaftssubjekte die mit Immobilien verbundenen Rechte wahrnehmen können. Für eine ganze Reihe an Rechten ist hier allerdings ein Eigentumsübergang nicht erforderlich. Die rechtmäßige Inbesitznahme beispielsweise als Mietverhältnis ist häufig vollkommen ausreichend.“⁶⁰ Zunehmend setzt sich die Erkenntnis durch, dass nicht das Eigentum, sondern Verfügungsrechte an Unternehmensimmobilien betriebsnotwendig sind.⁶¹ Infolgedessen wird das Eigentumsrecht vermehrt durch Nutzungsrechte substituiert.⁶²

Der Begriff Unternehmensimmobilie schließt sowohl solche Immobilien ein, die im Leistungserstellungsprozess des Unternehmens genutzt werden, als auch solche, deren Nutzung inzwischen obsolet geworden ist oder die aus anderen nicht der primären Ge-

⁵⁵ Hierauf wird in Kapitel 4 und 5 detailliert eingegangen.

⁵⁶ Vgl. Bone-Winkel/Schulte/Focke, Begriff, S. 11.

⁵⁷ Bone-Winkel, Immobilienfonds, S. 23.

⁵⁸ Infolgedessen wird auch der Beitrag von Immobilien zum Erfolg des Unternehmens erschwert. Vgl. Haynes et al., Property, S. 22.

⁵⁹ Deeble, Procurement, S. 144.

⁶⁰ Pfnür, Immobilienmanagement, S. 7.

⁶¹ Vgl. Eversmann & Partner, Corporate Real Estate, S. 21.

⁶² Vgl. Grübler, Immobilienleasing, S. 699; Sireo Real Estate Asset Management GmbH, Services, ohne Seite.

schäftstätigkeit dienenden Zwecken erworben wurden.⁶³ Diese betriebsneutralen Immobilien sind unbedingt in die Untersuchung einzubeziehen, da gerade sie für die Erfüllung der Kerngeschäftstätigkeit keine Bedeutung mehr haben und somit eine – zumindest aus Unternehmenssicht – uneingeschränkte Möglichkeit bieten, Kapital für das Kerngeschäft des Unternehmens freizusetzen.

Kriterium	Ausprägung				
Nutzungsart bzw. Gebäudetyp	Industrieimmobilie	Gewerbeimmobilie		Sonderimmobilie	Wohnimmobilie
Nutzungs- zusammensetzung	einheitliche Nutzung			Mischnutzung	
Lage	City	Cityrand		übriges Stadtgebiet	Umland
Objektgröße	groß		mittel		klein
Lebenszyklusphase	unbebautes Grundstück	frühe Nutzungsphase		späte Nutzungsphase	Leerstand
Drittverwendungsfähigkeit	nicht drittverwendungsfähig		eingeschränkt drittverwendungsfähig		drittverwendungsfähig
strategische Bedeutung	strategisch			nicht strategisch	
Erfolgspotenzialwirkung	marktlich (extern gerichtet)			ressourcenbasiert (intern gerichtet)	
Betriebsnotwendigkeit (Bedarf)	Core Asset (permanent)	Cyclical Asset (schwankend)	Casual Asset (sporadisch)	Semi-Surplus Asset (befristet)	Surplus Asset (entfallen)
Verfügungsrechte (Bereitstellung)	Eigentum		Leasing		Miete

Quelle: In Anlehnung an Schäfers, Strategisches Management, S. 22; Hens, Marktwertorientiertes Management, S. 82; Crommen, Finanzierung, S. 31; Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 48.

Tabelle 1: Systematisierung von Unternehmensimmobilien

2.1.2 Systematisierung von Unternehmensimmobilien

Unternehmensimmobilien lassen sich nach einer Vielzahl von Kriterien systematisieren, die für verschiedene Funktionen des Unternehmens wie Corporate Finance, operative Geschäftsbereiche etc. und das Corporate Real Estate Management von Rele-

⁶³ Damit wird dem Begriffsverständnis anderer Autoren wie bspw. NAPPI-CHOLET widersprochen; diese definiert Unternehmensimmobilien ausschließlich als Immobilien, die sich im Eigentum des Unternehmens befinden und von diesem auch genutzt werden; vgl. Nappi-Choulet, Corporate Property Outsourcing, S. 1. Dieser Definition wird nicht gefolgt, da ein Kontinuum der Betriebsnotwendigkeit besteht; je nach strategischer Bedeutung der Immobilie und nach Fristigkeit bzw. Prognostizierbarkeit des Bedarfs ergeben sich unterschiedliche Strategien der Bereitstellung. Diesen Unterschieden ist im Rahmen dieser Arbeit Rechnung zu tragen.

vanz sind (siehe zusammenfassende Übersicht in Tabelle 1). „[...] the real estate asset has three completely different personalities. It's a balance sheet financial asset, it's a market asset and it's an organizational asset – that's an apple, an orange and a banana.“⁶⁴

- Nutzungsart bzw. Gebäudetyp

Immobilien lassen sich nach der Art ihrer Nutzung bzw. Nutzungsmöglichkeiten unterscheiden: Industrieimmobilien dienen der Fertigung. Zu diesem Immobilientyp gehören unter anderem Produktionsgebäude, Werkstätten und Lagerhallen. Beispielhaft können Chemie- und Automobilwerke, Stahlwerke und Werften genannt werden. Dieser Immobilientyp zeichnet sich häufig durch eine hohe Spezifität aus. Es gibt jedoch auch der Fertigung dienende Hallen, die sehr flexibel und somit drittverwendungsfähig sind.⁶⁵

Gewerbeimmobilien sind Flächen, die erwerbswirtschaftlichen Zwecken dienen. Der Begriff umfasst sowohl Büro- und Handelsimmobilien als auch Gewerbeparks und Logistikimmobilien. Gewerbeimmobilien zeichnen sich durch eine hohe Drittverwendungsfähigkeit aus. Industrieimmobilien, die dieses Kriterium erfüllen, können somit ebenfalls als Gewerbeimmobilien bezeichnet werden.⁶⁶

Sonderimmobilien dienen nicht-industriellen Zwecken und weisen eine sehr spezifische Nutzung auf. Mit der Umnutzung von Sonderimmobilien sind in der Regel sehr hohe Sunk Costs verbunden. In diese Kategorie fallen Hotels, Gastronomiebetriebe und Freizeitimmobilien sowie Verkehrs- und Infrastrukturimmobilien, aber auch Sozialimmobilien wie Krankenhäuser und Seniorenheime.⁶⁷

Wohnimmobilien zeichnen sich durch die hauptsächliche Wohnnutzung aus und können weiter unterschieden werden in Ein-, Zwei- und Mehrfamilienhäuser und Eigentumswohnungen.⁶⁸ Wohnimmobilien haben im Rahmen des Corporate Real Estate Managements eine untergeordnete Bedeutung, da sie in aller Regel keine Betriebsnotwendigkeit besitzen und somit – falls vorhanden – ohne Berücksichtigung der weiteren Nutzung durch das Unternehmen verwertbar sind.

⁶⁴ Arend, Portfolio Management Model, S. 220.

⁶⁵ Vgl. Walzel, Immobilienarten, S. 137.

⁶⁶ Vgl. Walzel, Immobilienarten, S. 123 und S. 137.

⁶⁷ Vgl. Walzel, Immobilienarten, S. 137.

⁶⁸ Vgl. Walzel, Immobilienarten, S. 120.

- Nutzungszusammensetzung

Häufig vereint eine Immobilie mehrere Nutzungsarten, so dass eine Mischnutzung vorliegt. Dies ist beispielsweise bei Einzelhandels- und Wohnflächen häufig der Fall.

- Lage

Bezüglich der Lage wird zwischen City- und Cityrandlage, übrigem Stadtgebiet und Umland unterschieden.⁶⁹

- Objektgröße

Bezüglich der Objektgröße wird in der Unternehmenspraxis zwischen Klein-, mittelgroßen und Groß-Objekten unterschieden. Objekte gelten als klein bis zu einer Größe von 1.000 m² Nutzfläche, als mittelgroß mit einer Nutzfläche zwischen 1.000 und 10.000 m² und als Großobjekt mit einer Nutzfläche, die über 10.000 m² hinausgeht.⁷⁰ Je nach Tätigkeit des Unternehmens und der Flächennutzung kann jedoch eine andere Skalierung sinnvoll sein.

- Lebenszyklusphase

Der Immobilien-Lebenszyklus beschreibt die zeitliche Abfolge von der Entstehung über die verschiedenen Nutzungsphasen bis zum Abriss einer Immobilie.⁷¹ An die verschiedenen Nutzungsphasen schließen sich Leerstandsphasen von unterschiedlicher Dauer an. Leerstand wird entweder durch einen generellen Rückgang des Immobilienbedarfs oder durch die abnehmende Nutzenstiftung der Immobilie verursacht. Die Dauer der Leerstandsphasen ist somit abhängig von der Entwicklung der Immobiliennachfrage und/oder von der Dauer der Modernisierungs- oder Revitalisierungsmaßnahmen, die notwendig sind, um die Immobilie den veränderten Nutzeranforderungen anzupassen. Diese durch die verminderte Nutzenstiftung und die allgemeine Immobiliennachfrage hervorgerufenen Nutzungs-, Leerstands- und Modernisierungs- bzw. Revitalisierungsphasen halten an, bis die wirtschaftliche Nutzungsdauer der Immobilie erschöpft ist, d.h. bis es wirtschaftlich sinnvoller ist, die Immobilie abzureißen und evtl. einen Neubau zu realisieren.⁷²

⁶⁹ Vgl. Isenhöfer/Väth/Hofmann, Immobilienanalyse, S. 435; Schäfers, Strategisches Management, S. 23.

⁷⁰ Vgl. Schäfers, Strategisches Management, S. 23.

⁷¹ Vgl. Rottke/Wernecke, Lebenszyklus, S. 211.

⁷² Vgl. vertiefend Rottke/Wernecke, Lebenszyklus, S. 207-227. Die wirtschaftliche Nutzungsdauer endet, wenn die Kosten eines Gebäudes (inkl. Opportunitätskosten) die Erträge übersteigen und auch Sanierungs- und Umstrukturierungs- oder Umnutzungsmaßnahmen nicht mehr zu nachhaltigen Ertragszuwächsen führen. Vgl. Bone-Winkel, Immobilienfonds, S. 30.

- Drittverwendungsfähigkeit

Als Unterscheidungskriterium zwischen drittverwendungsfähigen und nicht drittverwendungsfähigen Immobilien dient die Möglichkeit der Nutzung durch Dritte, d.h. die Anzahl potenzieller Nutzer bzw. die Verwertbarkeit auf dem „klassischen“ Immobilienmarkt.⁷³ Die Verwertung uneingeschränkt drittverwendungsfähiger Immobilien setzt – abgesehen von evtl. Modernisierungsmaßnahmen – in der Regel keinerlei physische Anpassung voraus. Dagegen kommen eingeschränkt drittverwendungsfähige Immobilien nur für eine wesentlich geringere Anzahl von Nutzern in Frage, während nicht drittverwendungsfähige, d.h. Einweckimmobilien eine so hohe Spezifität aufweisen, dass lediglich eine Nutzung durch branchengleiche Unternehmen möglich ist.⁷⁴ Derartige Objekte werden auch als monofunktional bezeichnet. Beispielhaft hierfür können Produktionsgebäude der Automobil- oder Chemieindustrie, Kläranlagen und Kraftwerke genannt werden.⁷⁵

Ein weiteres Kriterium für die Unterscheidung zwischen drittverwendungsfähigen und nicht drittverwendungsfähigen Immobilien ist die Möglichkeit der aktiven Verwertung durch Umnutzung. Liegt eine so hohe Nutzungsspezifität vor, dass eine Nutzungsänderung nur mit hohen Sunk Costs verbunden ist, d.h. eine Freisetzung des investierten Kapitals nur mit deutlichen Einbußen oder gar nicht möglich ist, liegt keine Drittverwendungsfähigkeit vor.⁷⁶

- strategische Bedeutung und Erfolgspotenzialwirkung

Strategische Immobilien sind aufgrund ihrer einzigartigen Eigenschaften in Bezug auf Lage, Gestaltung oder Funktion von signifikanter Bedeutung für den Unternehmenserfolg.⁷⁷ Die strategische Bedeutung ist auf ihre interne oder externe Erfolgspotenzialwirkung zurückzuführen. Sobald Kundenkontakt eine wesentliche Rolle für den Unternehmenserfolg spielt, sind Immobilien für den Aufbau und Erhalt marktlicher Erfolgspotenziale entscheidend.⁷⁸ Aber auch in ressourcenbasierter Hinsicht können Immobilien die Wettbewerbsposition eines Unternehmens wesentlich beeinflussen. Die folgenden

⁷³ Vgl. Hens, Marktwertorientiertes Management, S. 88 sowie Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 47.

⁷⁴ Vgl. Hens, Marktwertorientiertes Management, S. 88.

⁷⁵ Vgl. Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 47; Schäfers, Strategisches Management, S. 24.

⁷⁶ Vgl. Nourse, Flexibility, S. 26.

⁷⁷ Vgl. Gibson/Louargand, Risk Management, S. 10.

⁷⁸ Vgl. Hens, Marktwertorientiertes Management, S. 86 f. Anders als bei HENS wird im Rahmen dieser Arbeit die Ansicht vertreten, dass Immobilien nicht nur dann strategisch sind, wenn eine marktliche Erfolgspotenzialwirkung besteht. Vgl. Hens, Marktwertorientiertes Management, S. 87.

Beispiele verdeutlichen marktliche und ressourcenbasierte Erfolgspotenziale: Strategische Immobilien sind beispielsweise Einzelhandelsflächen in nicht duplizierbaren Lagen,⁷⁹ Konzernzentralen, Knotenpunkte von Telekommunikationsunternehmen oder Forschungs- und Entwicklungsflächen eines Biotechnologieunternehmens auf dem Campus einer in diesem Bereich führenden Universität.⁸⁰ Aber auch Flächen, die grundsätzlich substituierbar wären, sind von strategischer Bedeutung und durch langfristige Bereitstellungsalternativen oder Eigentum zu sichern, wenn hohe Investitionen in die Ausrüstung der Flächen erfolgt sind.⁸¹

Immobilien mit strategischer Bedeutung sind durch entsprechende Bereitstellungsformen langfristig zu sichern.⁸² Eigentum ist in vielen Fällen die einzige Bereitstellungsmöglichkeit.⁸³ Immobilien, die leicht substituierbar sind und deren Verfügbarkeit für den Unternehmenserfolg keine wesentliche Rolle spielt, weisen keine strategische Bedeutung auf. ROULAC nimmt auf Basis von Porters Wertschöpfungskettenanalyse eine Systematisierung von Immobilien nach deren strategischer Bedeutung für Unternehmen

⁷⁹ Neben der Lagequalität sind auch die zunehmend restriktiven Genehmigungen von Einzelhandels- und anderen Flächen ein wesentliches Kriterium der strategischen Bedeutung. Vgl. Wainwright, Divestment, S. 334.

⁸⁰ Vgl. Gibson/Louargand, Risk Management, S. 6 und S. 11. „Sam Walton (Wal-Mart's founder) learned the importance of real estate strategy after losing his first store, when he could not renew its lease to remain in a favorable location.“ Apgar, Real Estate Strategy, S. 126. Ein Beispiel für strategische Immobilien sind die Technikimmobilien der Deutsche Telekom AG. Sie sind maßgeblich für den Umsatz des Unternehmens und müssen an die technische Entwicklung adaptiert werden können, so dass die Kontrolle über diese Objekte gewahrt bleiben muss. Vgl. Interview vom 18.1.2005 mit Herrn Volker Dittmeier, Sireo Real Estate Asset Management GmbH.

⁸¹ Vgl. Weatherhead, Property Issues, S. 28; Chirgwin, Organisational Model, S. 139; Mather, Intuition vs. Analysis, S. 18; Laws, Corporate Governance, S. 12. Dies ist bspw. bei Biotechnologie-Unternehmen der Fall. Vgl. Puleo, Biotechnology Leasing, S. 335.

⁸² Siemens bspw. will langfristig nur die Immobilien im Bestand halten, die eine strategische Bedeutung für das Unternehmen haben. Die Erträge aus Immobilienveräußerungen werden in das lukrativere Kerngeschäft investiert. Vgl. Rienmüller, Immobilienschätze, S. 13 sowie Porten, Buy-and-hold, S. 2. Auch die Bank of America hält an strategisch wichtigen Immobilien fest, während Büroflächen, die ein Immobilienrisiko bergen, das das Unternehmen nicht zu tragen bereit ist, veräußert und flexibel zurückgemietet werden. Vgl. Pederson/Wooten, Market Focus, S. 368.

⁸³ Vgl. Weatherhead, Property Issues, S. 27; Hens, Marktwertorientiertes Management, S. 87 f. Dies geht im Einzelhandel im Extremfall so weit, dass nicht nur die eigengenutzten Ladenflächen, sondern auch die anliegenden Einzelhandelsflächen im Eigentum gehalten werden, um deren Mieter oder auch zukünftige Eigentümer und somit das Image der ganzen Umgebung kontrollieren zu können. Vgl. Weatherhead, Property Issues, S. 27; Hazlett, Wal Mart, S. 31. Durch die Kontrolle benachbarter Grundstücke können zudem andere Unternehmen wie Restaurantketten angesiedelt werden, die potenzielle Kunden attrahieren. Vgl. Hazlett, Wal Mart, S. 31.

vor.⁸⁴ Wertschöpfungsbeiträge können auf dieser Basis für jeden Bereich des Unternehmens untersucht werden. Je nach strategischer Bedeutung der Immobilie und Duplizierbarkeit der Lage ist die den Unternehmenswert maximierende Form der Bereitstellung zu wählen. Tabelle 2 stellt den Zusammenhang zwischen der strategischen Relevanz der Immobilie und der Erfolgspotenzialwirkung übersichtlich dar.

Strategische Bedeutung	Merkmale	Erfolgspotenzialwirkung
Essence	Immobilien sind dann von essentieller Bedeutung für ein Unternehmen, wenn deren Lage eine wesentliche Rolle für den Unternehmenserfolg spielt. Dies ist bspw. bei Hotels oder Restaurants der Fall.	marktlich
Critical	Immobilien sind kritisch für den Unternehmenserfolg, wenn für Kunden die gute Erreichbarkeit und räumliche Nähe eine wesentliche Rolle bei der Wahl des Anbieters spielt. Dies gilt insbesondere für Einzelhandelsimmobilien sowie für Freizeitimmobilien wie Kinos, Sportstudios etc.	marktlich
Integral	Für andere Unternehmen sind Immobilien wesentlich für die Erbringung von Dienstleistungen, da sie diese durch Komfort, Verbraucherefreundlichkeit, Erreichbarkeit und Prestige fördern. Dies gilt insbesondere für freiberufliche Dienstleistungen und die medizinische Versorgung. Auch Bildungsinstitutionen können durch Lage und Beschaffenheit ihres Sitzes die Lernfähigkeit und –bereitschaft fördern.	marktlich
Supportive	Immobilien unterstützen den Erfolg des Unternehmens, indem sie eine Umgebung schaffen, die die Kreativität ihrer Mitarbeiter fördert. Zudem unterstützt die räumliche Nähe zu Humankapital die Wertschöpfung des Unternehmens.	ressourcenbasiert
Independent	Der Erfolg eines Unternehmens ist unabhängig von der Lage oder Beschaffenheit von Flächen.	—

Eigene Darstellung.

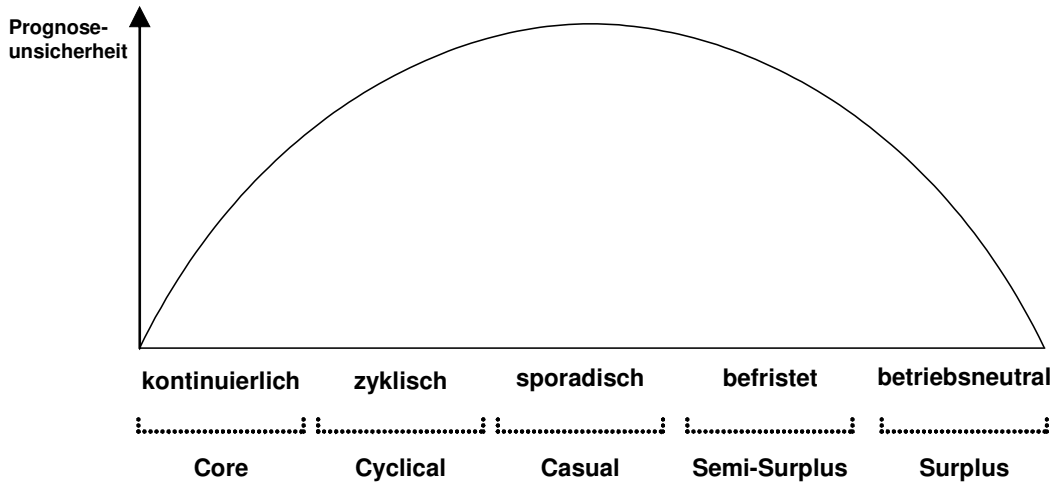
Tabelle 2: Strategische Bedeutung von Immobilien

▪ Betriebsnotwendigkeit

Angesichts des unterschiedlichen zeitlichen Horizonts der Nutzung ist die grobe Trennung zwischen betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Immobilien nicht zweckmäßig und wird daher im Rahmen dieser Arbeit erweitert. Es gilt zu erkennen,

⁸⁴ Vgl. Roulac, Value Chain, S. 389-392. Bei der Systematisierung der strategischen Relevanz von Immobilien differenziert ROULAC jedoch nicht nach Non-Property und Property Companies und berücksichtigt auch die Auswirkungen der Flächennachfrage Dritter auf die Geschäftstätigkeit eines Unternehmens, bspw. eines Möbelfabrikanten, so dass eine Darstellung im Rahmen dieser Arbeit nur auszugsweise sinnvoll ist. Für eine vollständige Darstellung vgl. Roulac, Value Chain, S. 389-392. Zur Wertschöpfungskettenanalyse vgl. Roulac, Value Chain, S. 388 sowie Kreikebaum, Strategische Unternehmensplanung, S. 136-138.

dass inzwischen ein Kontinuum der Betriebsnotwendigkeit existiert (vgl. Abbildung 2).⁸⁵ Nach der Dauer und Frequenz der Nutzung sind folgende Kategorien zu unterscheiden:



Eigene Darstellung.

Abbildung 2: Kontinuum der Betriebsnotwendigkeit

Der Begriff „Core Assets“ bezeichnet Immobilien, die dauerhaft vom Unternehmen benötigt werden. Dieser Kernbedarf unterliegt nur geringfügigen Schwankungen. Infolgedessen kann die Wahl der Bereitstellungsalternative hier mit Hilfe der Verfahren der klassischen Investitionsrechnung unter Nebenbedingungen wie Verfügbarkeit von Kapital bzw. Opportunitätskosten erfolgen.

„Cyclical Assets“⁸⁶ sind Flächen, deren Bedarf mit der Nachfrage nach Produkten oder Serviceleistungen des Unternehmens bzw. mit dem Produktlebenszyklus variiert.⁸⁷ Diese Immobilien sollten nicht im Eigentum des Unternehmens gehalten, sondern flexibel angemietet werden, da sie Leerstandskosten verursachen bzw. in rezessiven

⁸⁵ Diese Meinung vertreten unter anderen auch Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 33 f.; McNamara, Future Role, S. 126 sowie Liow/Ooi, Analysis and Management, S. 241; Liow/Ooi, Wealth, S. 387. „[...] the distinction between operational and non-operational properties can be arbitrary. Because changing needs may affect requirements for operational properties, the non-operational property holdings may be restructured when the companies conduct regular reviews of their business strategies and real estate holdings.“ Liow/Ooi, Wealth, S. 387.

⁸⁶ Von manchen Autoren werden hierfür auch die Begriffe Flexible, Tactical, Generic, Non-Core oder Periphery Assets gewählt. Vgl. Wist, Office Space, S. 15; Morgan, Impact, ohne Seite; Woollam, Flexibility, S. 79; Bryan, Sale-Leasebacks, S. 19.

⁸⁷ „This category of property meets the current operational needs for those parts of a business that are more prone to change, such as sales, consultancy and project management, or to divisions in rapidly expanding or contracting market sectors. Although there is a clear need for accommodation, it is difficult to predict what the situation may be in a few years' time.“ Woollam, Flexibility, S. 79.

Phasen nur mit Mühe verwertet werden können.⁸⁸ Auch die frühzeitige Auflösung des Mietvertrags gelingt bei einem Flächenüberhang selbst bei hohen Abschlagszahlungen häufig nicht.⁸⁹ Insbesondere bezüglich angemieteter Flächen gilt: „A surplus portfolio will hardly ever return a profit, and neither will CREM win many laurels in running it.“⁹⁰ Daher liegt der Fokus des Corporate Real Estate Managements bei diesem Flächentyp auf der Angleichung zwischen Vertragsbindung und Dauer des Bedarfs. Folglich ist nicht das Kriterium der kurzfristigen Kostenminimierung, sondern die Möglichkeit der kurz- bis mittelfristigen Anmietung und Aufgabe maßgeblich.⁹¹ Der Fokus liegt infolgedessen bei diesen Flächen nicht auf der funktionellen, sondern auf der finanziellen Flexibilität.⁹²

„Casual Assets“ sind Flächen, die auf sporadischer Basis benötigt werden, d.h. der Bedarf nach diesen Flächen ist weder in Bezug auf den Zeitpunkt noch auf die Dauer des Bedarfs antizipierbar. Zu derartigen Flächen zählen beispielsweise Schulungszentren und ähnliche Flächen, aber auch Büroflächen.⁹³ Hier gilt es, maximale Flexibilität zu ermöglichen. Die Bereitstellung kann beispielsweise durch Serviced Office-Anbieter erfolgen.

„Surplus und Semi-surplus Assets“ sind nicht betriebsnotwendige Immobilien oder solche, die in naher Zukunft nicht mehr benötigt werden. Sie haben für das Unternehmen

⁸⁸ Vgl. Almond/Elliott/Foxley, *Irrational Exuberance*, S. 11; Pollina, *Subleasing Rights*, S. 27; Gibson/Louargand, *Workplace Portfolio*, S. 35; Haimann, *Untermieter*, S. 24 sowie Waldmann, *Untervermietung*, S. 23. Probleme bzgl. der Vermarktung bestehen in Zeiten eines Wirtschaftsabschwungs in einem allgemeinen Rückgang des Flächenbedarfs und Überkapazitäten auf Immobilienmärkten. Ein weiteres Problem ist die Spezifität der Untervermietungsflächen, die häufig vollständig und individuell ausgebaut sind und so hinsichtlich Raumaufteilung und Ausstattung ein geringes Maß an Flexibilität aufweisen, so dass die Vermarktung Investitionen voraussetzen würde. Vgl. Almond/Elliott/Foxley, *Irrational Exuberance*, S. 11 und Waldmann, *Untervermietung*, S. 23. Auch LINNEMAN und GIBSON/LOUARGAND weisen auf das Problem der Nutzungsspezifität und der daraus resultierenden Unveräußerbarkeit bei Umweltentwicklungen hin, die entsprechende Nutzer betreffen. Vgl. Linneman, *Corporate Real Estate Market*, S. 12 f.; Gibson/Louargand, *Workplace Portfolio*, S. 38. Zu einer umfassenden Darstellung der Probleme der Verwertung angemieteter Flächen bei einem Wegfall des Bedarfs vgl. Cooke, *Real Estate Liabilities*, S. 167-171.

⁸⁹ Vgl. Cooke, *Real Estate Liabilities*, S. 167; o.V., *Tactical Maneuvers*, S. 65.

⁹⁰ Cooke, *Real Estate Liabilities*, S. 171. Vgl. auch o.V., *Tactical Maneuvers*, S. 63.

⁹¹ BECKER/SIMS sprechen in diesem Zusammenhang von „Zero-time space“, der kurzfristig bereitgestellt werden kann. Das Korollar der zügigen Flächenbereitstellung ist die Möglichkeit der kurzfristigen Flächenaufgabe. Vgl. Becker/Sims, *Managing Uncertainty*, S. 12.

⁹² Vgl. Gibson et al., *Needs & Choices*, S. 26. KRUMM/LINNEMAN führen außerdem an: „Since the buyers of corporate real estate are often other firms in the same industry, the forces that generate one firm's real estate sale decision will frequently also affect competitors.“ Krumm/Linneman, *Corporate Real Estate Management*, S. 2. Dies kann auch auf angemietete Flächen übertragen werden.

⁹³ Vgl. Gibson/Louargand, *Risk Management*, S. 12. Sporadisch auftretender Flächenbedarf wird auch als „as required“ Space bezeichnet. Vgl. Wist, *Office Space*, S. 15.

keine strategische oder operative Bedeutung mehr und sind – insbesondere wenn sie Kosten verursachen, denen keine Erlöse gegenüberstehen⁹⁴ – schnellstmöglich zu verwerten. Auch angemietete Immobilien können in diese Kategorie fallen, wobei eine Verwertung entweder durch eine Abtretung des Mietvertrags an einen Nachmieter oder durch Untervermietung möglich ist.⁹⁵

Aus verschiedenen Gründen verfügen viele Non-Property Companies über umfangreiche Bestände an betriebsneutralen Immobilien. Diese Bestände dienten einst unmittelbar oder auch mittelbar⁹⁶ als Produktionsfaktor, sind aber heute für den Betrieb des Unternehmens nicht mehr von Relevanz.

▪ Verfügungsrechte

Unternehmensimmobilien können auch nach Verfügungsrechten bzw. nach der Form ihrer Bereitstellung klassifiziert werden. Dies ermöglicht einen Überblick über die Relation zwischen angemieteten, geleasteten und im Eigentum befindlichen Immobilien. Die Formen der Immobilienbereitstellung sind Gegenstand von Abschnitt 3.1.

⁹⁴ Vgl. Jewett, Surplus Real Estate, S. 7.

⁹⁵ Vgl. Woollam, Flexibility, S. 80. Letztere Möglichkeit bedarf eines aktiven Managements, da die Mietzahlungsströme über den Untervermieter laufen und zudem permanent die Möglichkeit der Abtretung zu überprüfen ist. Außerdem haftet der Untervermieter gegenüber dem Vermieter. Aus diesen Gründen sowie wegen der geringen erzielbaren Miete und des einhergehenden Ausweises von Verlusten wird häufig keine Verwertung in Angriff genommen. Vgl. Buchalter, Leases, S. 17; Fitzgerald, Shadow, S. 3; Choi, Shadows, S. 33; Chapman, Unused Office Space, S. 13; o.V., Tactical Maneuvers, S. 63. Für die Bezeichnung leer stehender angemieteter Flächen, die keiner Verwertung zugeführt werden, wird auch der Begriff „Shadow Space“ genutzt. Vgl. Binzel, Space Needs, S. 102; Buchalter, Leases, S. 17; Fitzgerald, Shadow, S. 3; Dow/Porter, Existing Leases, S. 238.

⁹⁶ Dies gilt insbesondere für den industrier Verbundenen Wohnungsbau, der indirekt der Produktion diene. Vgl. dazu Buse, Wohnungsunternehmen, S. 29-33.

2.2 Mehrstufiger Ansatz des Corporate Real Estate Managements

2.2.1 Gegenstand und Definition des Corporate Real Estate Managements

Der Begriff Corporate Real Estate Management bezeichnet das aktive, ergebnisorientierte strategische und operative Management betriebsnotwendiger und nicht betriebsnotwendiger Immobilien. Es richtet sich als unternehmerische Führungskonzeption an Non-Property Companies, d.h. Unternehmen, die Immobilien ausschließlich als Produktionsfaktor und nicht als Produkt der Geschäftstätigkeit betrachten.⁹⁷ Anders formuliert handelt es sich bei Non-Property Companies um Unternehmen, die immobilien-spezifische Leistungen als intern gerichtete Sekundärleistungen erbringen, deren Bedarf erst mittelbar aus der primären Geschäftstätigkeit des Unternehmens resultiert.⁹⁸ Somit ist die primäre Aufgabe des Corporate Real Estate Managements die Herstellung und Aufrechterhaltung einer engen Abstimmung zwischen Unternehmens- und Immobilienstrategie.⁹⁹ „Within the context of CRE [corporate real estate], all strategic planning must have at its genesis the core business' strategic plans.“¹⁰⁰ Neben dem Begriff Non-Property Company setzt sich zunehmend auch der Begriff „occupier organisation“ durch, der verdeutlicht, dass die Rolle der Immobilie für die Geschäftstätigkeit des Unternehmens in der Regel nicht über die Nutzung hinausgeht.¹⁰¹

Corporate Real Estate Management ist insbesondere für Unternehmen von Interesse, deren Kerngeschäft zwar immobilienfremder Natur ist, die jedoch im Rahmen ihrer Tätigkeit über umfangreiche Immobilienbestände verfügen.¹⁰² Denn die beträchtliche Höhe der gebundenen Finanzmittel, die langfristige Bindungsdauer, die Erstarrung der Kostenstrukturen sowie die mangelnde Korrekturfähigkeit¹⁰³ bei Fehlentscheidungen bezüglich der Bereitstellung von Unternehmensimmobilien haben eine große Hebelwirkung auf den Unternehmenserfolg und –wert.¹⁰⁴ Infolgedessen ist das aktive Management der Unternehmensimmobilien für den Shareholder Value von großer Bedeutung.

⁹⁷ Vgl. Hens, Marktwertorientiertes Management, S. 80. Für eine ausführliche Abgrenzung von Property und Non-Property Companies vgl. Hens, Marktwertorientiertes Management, S. 78-81.

⁹⁸ Vgl. Bone-Winkel/Schulte/Focke, Begriff, S. 13.

⁹⁹ Vgl. Bon, Corporate Real Estate Management, S. 14; Bon/McMahan/Carder, Property Performance Measurement, S. 209; Veale, Managing Corporate Real Estate Assets, S. 1.

¹⁰⁰ Acoba/Foster, Aligning Corporate Real Estate, S. 145.

¹⁰¹ Vgl. Haynes et al., Property, S. 5.

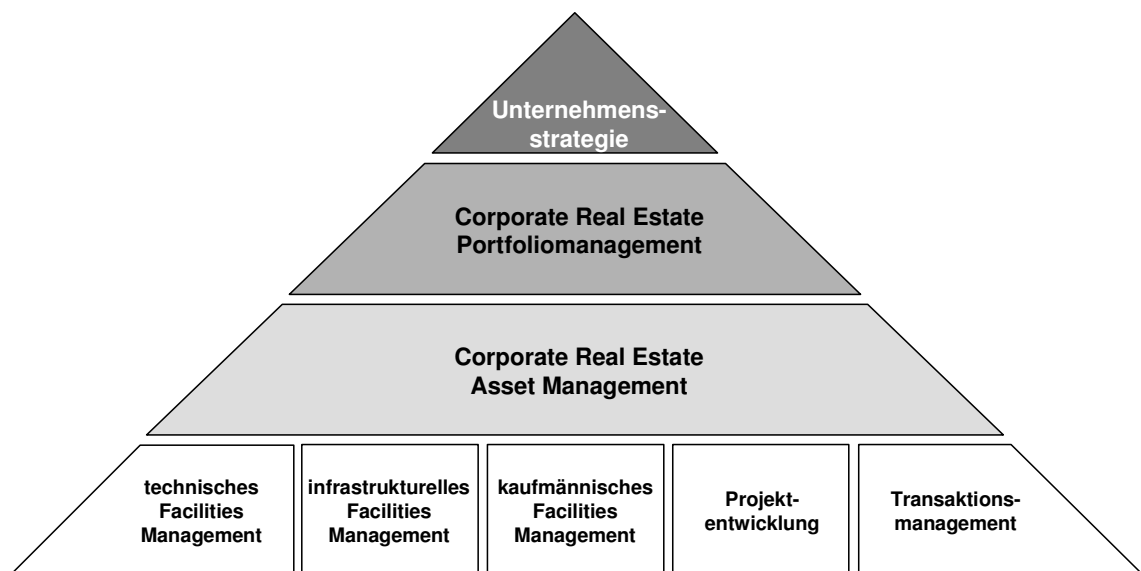
¹⁰² Vgl. Schäfers/Gier, Corporate Real Estate Management, S. 852; Bon, Corporate Real Estate Management, S. 14.

¹⁰³ Vgl. Nourse, 1990s, S. 20.

¹⁰⁴ Vgl. Schäfers, Strategisches Management, S. 68.

2.2.2 Hierarchisierung und Abgrenzung der Funktionen des Corporate Real Estate Managements

Ähnlich dem mehrstufigen Ansatz des Kapitalanlagemanagements¹⁰⁵ kann auch das Corporate Real Estate Management als hierarchisch gegliedertes, übergreifendes Gesamtkonzept begriffen werden. Dabei geben die übergeordneten Ebenen die Rahmenbedingungen für die logisch untergeordneten Aktivitäten vor. Die Spitze dieses mehrstufigen Corporate Real Estate Management-Konzeptes bildet daher die Unternehmensstrategie mit der daraus abgeleiteten Immobilienstrategie. Diese definiert die grundsätzlichen Vorgaben für das Corporate Real Estate Portfoliomanagement und das Corporate Real Estate Asset Management als überwiegend strategische Funktionen und das Facilities Management und transaktionsorientierte Tätigkeiten als operative Funktionen.



In Anlehnung an: Arend, Portfolio Management Model, S. 219

Abbildung 3: Hierarchische Darstellung der Funktionen des Corporate Real Estate Managements

¹⁰⁵ Im Rahmen des Managements von Anlageimmobilien erfolgt eine Trennung zwischen Portfolio- und Asset Management, wobei das Asset Management auf der Mikroebene, d.h. auf Ebene des einzelnen Objekts ansetzt, während das Portfoliomanagement der Steuerung des Immobilienportfolios, d.h. des Managements der Immobilien auf der Makroebene dient. Vgl. Soens/Brown, Asset Management, S. 363 sowie S. 367 und S. 369; gif Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V., Real Estate Investment Management, S. 3. Eine hierarchische Dreiteilung der Funktionen Portfolio-, Asset und operatives Management nehmen auch BROWN/LAPIDES/RONDEAU für verschiedene immobilienbezogene Managementfunktionen vor. Vgl. Brown/Lapides/Rondeau, Forms and Procedures, S. 8. Vgl. auch Brown et al., Managing Corporate Real Estate, S. 4 und S. 53.

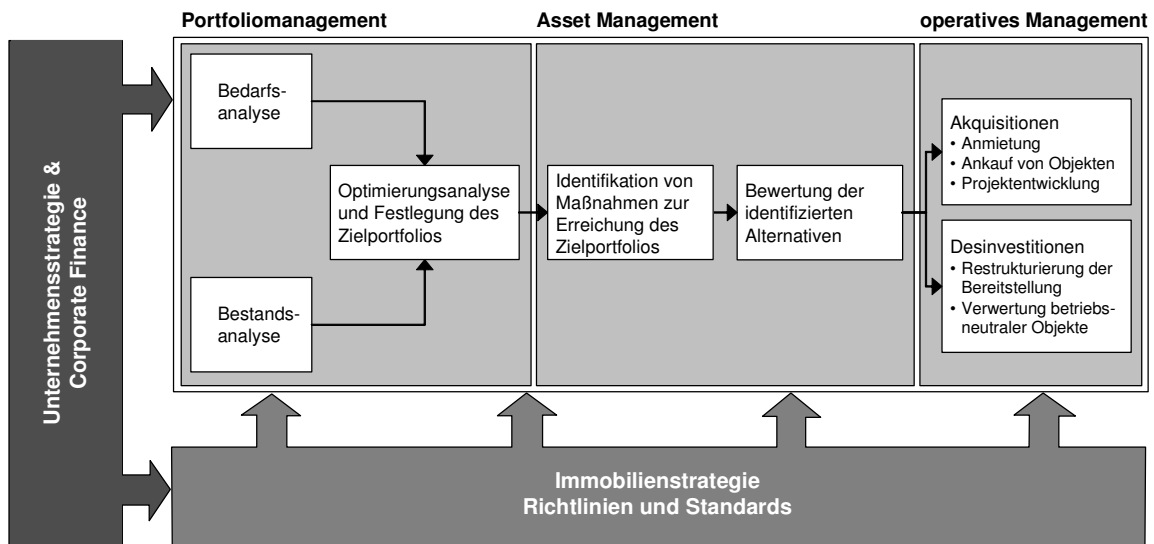
Konzeptionell stellt das Corporate Real Estate Portfoliomanagement die Schnittstelle zwischen der Unternehmensstrategie und deren immobilienbezogener Umsetzung dar, während das Asset Management, d.h. das Management auf Objektebene die den strategischen Notwendigkeiten untergeordnete Steuerung einzelner Immobilienobjekte zur unternehmenswertmaximierenden Umsetzung der Vorgaben des Portfoliomanagements beinhaltet.¹⁰⁶ Die ausführende Ebene umfasst sämtliche operativen Aufgaben, die mit der Immobiliennutzung im Zusammenhang stehen.¹⁰⁷ Weiterhin sind Tätigkeiten wie die Entwicklung von Immobilien und das Transaktionsmanagement, d.h. die Ab-

¹⁰⁶ Vereinzelt wird im Corporate Real Estate Management-Kontext unter Asset Management auch das Management auf Portfolioebene verstanden. Dies kritisieren auch GIBSON/LOUARGAND. Vgl. Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 37. Dieser Begriffsauffassung wird hier nicht gefolgt, insbesondere da neuere Forschungsarbeiten dem Begriffsverständnis dieser Arbeit entsprechen. Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 35; van der Schaaf/de Puy, CRE Portfolio Management, S. 150-160; Bomba, Corporate Real Estate Portfolio Management, S. 103-112; Arend, Portfolio Management Model, S. 218-223; Arend, Portfolio Structuring, S. 262; Varcoe, Performance Measurement, S. 117-130. Die hier getroffene Unterscheidung der Funktionen des Portfolio- und Asset Managements in Bezug auf das Corporate Real Estate Management teilt bspw. auch JONES LANG LASALLE. Vgl. Jones Lang LaSalle, Strategic Consulting: Corporate Strategy, ohne Seite. BURG verwendet für die logische Trennung der Aufgaben des Corporate Real Estate Managements eine Wald- und Baumanalogie. Übertragen auf die logische Trennung der Aufgaben im Rahmen dieser Arbeit können die Inhalte des Corporate Real Estate Portfolio- und Asset Managements als „forest-type issues“ bzw. „tree-type issues“ aufgefasst werden. Vgl. Burg, Real Estate Assets, S. 513 f. Auch im Rahmen des Managements von Anlageimmobilien erfolgt insbesondere im deutschen Sprachgebrauch keine trennscharfe Verwendung der Begriffe Portfolio- und Asset Management. So hat die GESELLSCHAFT FÜR IMMOBILIENWIRTSCHAFTLICHE FORSCHUNG im Rahmen der Definition der Aktivitäten des Real Estate Investment Managements – trotz der im angloamerikanischen Raum üblichen Verwendung im Sinne der Begriffsdefinition dieser Arbeit – bewusst auf den Begriff Asset Management verzichtet, da er teilweise auch für der Objektebene hierarchisch übergeordnete Aufgabenbereiche verwendet wird. Vgl. gif Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V., Real Estate Investment Management, S. 3 f. und S. 5. Aus dem Grund mangelnder Trennschärfe hat auch WALBRÖHL auf die Verwendung des Begriffs Asset Management verzichtet. Vgl. Walbröhl, Immobilienanlageentscheidung, S. 14. SOENS/BROWN merken an, dass ein Grund für die Schwierigkeit der Trennung zwischen den Aufgaben bzw. den Rollen des Portfolio- und des Asset Managers darin besteht, dass viele Anbieter ihr Leistungsspektrum nicht eindeutig definieren; sie verweisen hierbei auch explizit auf die Corporate Real Estate Management-Funktion: „Too many companies do not clearly define their capabilities in providing their services as property manager, asset manager, or portfolio manager. Although this topic relates mainly to the institutional real estate investment area, it also pertains to working out a nonperforming portfolio of real estate assets, or even the real estate management function within a corporation.“ Soens/Brown, Asset Management, S. 364. SOENS/BROWN erklären den Zusammenhang zwischen Portfolio- und Asset Management folgendermaßen: „The addition of the portfolio management layer alters the role of the asset manager in managing the performance of an asset. Generally, the duties on the micro level will remain unchanged. The asset manager’s role will change on the macro level [...]. The individual asset is now part of a larger conglomerate of assets; therefore, the asset manager [...] will coordinate this long-range planning with the portfolio manager who is responsible for settling the long-range goals on both the asset and portfolio levels.“ Soens/Brown, Asset Management, S. 367 und S. 369.

¹⁰⁷ Vgl. Glickman, Asset Management, S. 8; ähnlich auch gif Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V., Real Estate Investment Management, S. 5.

wicklung von Investitionen und Desinvestitionen der Portfolio- und Asset Management-Funktion als operative Funktionen untergeordnet. Abbildung 3 stellt die hierarchische Gliederung der Funktionen des Corporate Real Estate Managements grafisch dar. Abbildung 4 gibt zudem einen prozessorientierten Überblick über die Aufgaben der einzelnen Funktionen bzw. Komponenten, wobei der Fokus der ausführenden Funktionen in dieser Abbildung auf der Umsetzung von Verwertungs- und Bereitstellungsstrategien, d.h. dem Transaktionsmanagement und der Projektentwicklung liegt.

Während andere Funktionen des Corporate Real Estate Managements grundsätzlich fremd vergeben werden können und zunehmend an externe Dienstleister outgesourct werden, beinhaltet das Corporate Real Estate Portfoliomanagement kritische strategische Entscheidungen mit einem großen Einfluss auf den Unternehmenserfolg, die eines eingehenden Verständnisses der Unternehmensstrategie bedürfen.¹⁰⁸



Eigene Darstellung.

Abbildung 4: Prozess und Komponenten des Corporate Real Estate Managements

¹⁰⁸ Vgl. Joroff, Rationalise, S. 94; Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 34; Gibler/Black, Outsourcing, S. 137; Manning/Rodriguez/Roulac, Functions, S. 270; Adkison, Corporate Real Estate, S. 68; Kimbler/Rutherford, Outsourcing, S. 531; Glagola, Outsourcing, S. 41; McNamara, Future Role, S. 126 sowie Waters, Trends, S. 15. „The opportunity today is to evolve: from a manager of day-to-day functions to a participant in the strategic development of the business who then goes on to execute given strategy from an informed property perspective.“ McNamara, Future Role, S. 126. McDONAGH/HAYWARD haben in einer Studie das Outsourcing von Corporate Real Estate Management-Funktionen in Neuseeland untersucht und festgestellt, dass nur ein sehr geringer Teil der Unternehmen strategische Planungsfunktionen outgesourct hat. Vgl. McDonagh/Hayward, Outsourcing, S. 360.

2.2.3 Corporate Real Estate Portfoliomanagement

Grundsätzlich ist unter Portfoliomanagement die Beurteilung und aktive Steuerung eines komplexen, aus mehreren Bestandteilen zusammengesetzten Portfolios zu verstehen. Dies kann ein Wertpapierportfolio, ein Unternehmen mit verschiedenen Produkten bzw. Geschäftsfeldern oder auch ein Immobilienbestand sein. Die Zielsetzung des Portfoliomanagements der Finanzierungslehre ist die Optimierung von Wertpapier-Portefeuilles nach Risiko/Rendite-Gesichtspunkten.¹⁰⁹ Das Portfoliomanagement im Rahmen der strategischen Steuerung der Geschäftseinheiten von Unternehmen erlaubt die Beurteilung der Geschäftseinheiten eines Unternehmens anhand eines einheitlichen Analyserasters in Form einer Matrix. Diese Matrix-Konzepte weisen grundsätzlich eine Umwelt- und eine Unternehmensdimension auf.¹¹⁰ Der Zweck dieser Portfoliomanagement-Konzepte besteht in der strategischen Bestandsaufnahme und der Ableitung von Strategien.¹¹¹ Immobilien-Portfoliomanagement wird im Allgemeinen im Sinne des strategischen Managementansatzes als systematische Analyse, Planung, Steuerung und Kontrolle eines Bestands von Grundstücken und Gebäuden definiert.¹¹²

Das Corporate Real Estate Portfolio Management ist ein Instrument für die Steuerung des Immobilienbestands eines Nicht-Immobilienunternehmens. Im Kontext einer Non-Property Company bedarf es – insbesondere angesichts der unterschiedlichen Dimensionen der Unternehmensimmobilie als Betriebsmittel, Finanzanlage und strategische Ressource – einer erweiterten Definition bzw. eines umfassenderen Ansatzes des Portfoliomanagements und verschiedener Analyseinstrumente, die den unterschiedlichen Dimensionen gerecht werden.¹¹³ Corporate Real Estate Portfoliomanagement wird definiert als gesamthafte Beurteilung und aktive Steuerung des Immobilienbestands eines Non-Property-Unternehmens, die die Funktion der Unternehmensimmobilie als Betriebsmittel, Kapitalanlage und strategische Ressource berücksichtigt.¹¹⁴ Es

¹⁰⁹ Vgl. grundlegend Markowitz, Portfolio Selection, S. 89-91; Markowitz, Foundations of Portfolio Theory, S. 470.

¹¹⁰ Vgl. Kreikebaum, Strategische Unternehmensplanung, S. 75.

¹¹¹ Vgl. Kreikebaum, Strategische Unternehmensplanung, S. 74-81; Gluck, Strategic Planning, S. 26-33; Bone-Winkel, Immobilienfonds, S. 170 f.

¹¹² Vgl. Pelzl/Amon, Entscheidungstransparenz, S. 11.

¹¹³ Vgl. Arend, Portfolio Structuring, S. 262; Joroff, Management Strategies, S. 5.

¹¹⁴ Die Corporate Real Estate Portfolio Alliance, eine Forschungsgruppe, die sich mit dem Portfoliomanagement im Kontext von Non-Property-Unternehmen auseinandersetzt, definiert Corporate Real Estate Portfoliomanagement als: „Managing real properties as a group in order to achieve greater corporate benefits from them as productive working environment assets, financial assets, and strategic assets, above the benefits derived from managing them individually.“ Bomba, Corporate Real Estate Portfolio Management, S. 109.

handelt sich somit im Grunde um das Management der Immobilienbereitstellung durch eine kontinuierliche Überprüfung und Steuerung des Gesamtbestands.¹¹⁵

Das Corporate Real Estate Portfoliomanagement dient nicht der Erwirtschaftung einer Rendite.¹¹⁶ Zielsetzung ist die effektive, d.h. strategiekonforme Bereitstellung von Unternehmensimmobilien unter Berücksichtigung der Kosten- und Kapitalbindung mit der Zielsetzung der Wertoptimierung des Portfolios¹¹⁷, der Minimierung der Vorlaufzeit der Immobilienbereitstellung,¹¹⁸ der Minimierung der immobilienbezogenen Eintritts- und Austrittskosten und der Reduktion der Risiken, die jedem komplexen Immobilienportfolio innewohnen.¹¹⁹ Dies kann durch die Ausrichtung der Immobilienbereitstellungsstrategie an der Unternehmensstrategie¹²⁰ und die permanente Überprüfung der strategischen Notwendigkeit von Immobilien als Unternehmensressource¹²¹ durch eine Überwachung der zukünftigen Entwicklung erreicht werden.¹²²

Zweck eines Portfolioansatzes ist es, eine ausgewogene Zusammensetzung der Bestandteile zu erhalten, so dass zu keinem Zeitpunkt benötigte Flächen nicht verfügbar sind und nicht benötigte Flächen im Portfolio gehalten werden.¹²³ Durch den ständigen Ausgleich von Flächenangebot und -nachfrage bzw. Immobilienbedarf und -bereitstellung können einerseits durch die Vermeidung von Leerständen die Bereitstellungskosten im Verhältnis zu Erlösen aus dem Kerngeschäft verstetigt und andererseits

¹¹⁵ „Just as a fleet of ships requires overall strategy and co-ordination among individual vessels, so too does a ‚fleet‘ of buildings. Although each vessel in a fleet may have a separate mission, the fleet as a whole is informed by a mission common to all.“ Bon, Principles, S. 9.

¹¹⁶ Vgl. Deeble, Procurement, S. 144. Dabei wird von der Verwertung betriebsneutraler Immobilien abgesehen. Kodak steuert das Immobilienmanagement als „not-for-profit profit business“, d.h. es soll einen indirekten Beitrag zum Unternehmenserfolg leisten, indem die Unternehmenseinheiten optimal mit Flächen versorgt werden, während eine aktive Verwertung betriebsneutraler Immobilien stattfindet. Vgl. Russell, Property Puzzle, S. 42.

¹¹⁷ „Facilities must be constantly evaluated for their unrealised potential, alternative uses, possible disposition or alternative financial strategies (such as sale-leaseback or synthetic leases). CRE executives must proactively seek opportunities to create value throughout the occupancy life cycle.“ Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 229.

¹¹⁸ „The goal is to create real options that preserve flexibility at a cost that recognizes flexibility's value. [...] workplace solutions (options) are developed and ready to be implemented before they are needed. They are an insurance policy to hedge against uncertainty.“ Becker, Integrated Portfolio Strategies, S. 297.

¹¹⁹ Vgl. Chirgwin, Organisational Model, S. 138.

¹²⁰ Vgl. Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 229.

¹²¹ „CRE's [corporate real estate's] primary financial relevance to the firm is not its investment value, but rather its value as a productive asset.“ Deeble, Procurement, S. 144.

¹²² Vgl. Yontz, Real Estate Function, S. 26 und S. 28.

¹²³ Vgl. Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 9; McGregor, Workspace Portfolio, ohne Seite; Mount, Strategic Facilities Planning, S. 1. „[...] it is imperative that the right facilities in terms of size, cost and location be available to support a company's business objectives. For a company to meet its financial performance and productivity goals, there must not be overinvestment in facilities, excessive occupancy costs or the wrong or inflexible assets.“ Mount, Strategic Facilities Planning, S. 1.

Engpässe vermieden werden.¹²⁴ Dafür bedarf es der Überwachung der Immobilienanforderungen und der Anpassung der Immobilienbereitstellung. Hierfür sind der zukünftige Flächenbedarf zu definieren und zu quantifizieren, die zukünftige Bereitstellung in Bezug auf notwendige Immobilien zu bestimmen und die Nachfrage und das Angebot in einem kontinuierlichen Prozess in Übereinstimmung zu bringen, um die Ausnutzung der Kapazitäten zu gewährleisten und einen der Unternehmensstrategie angemessenen Bestand an Unternehmensimmobilien vorzuhalten, sowohl im Eigentum als auch angemietet.¹²⁵ Ein Mittel zur ständigen Angleichung des Immobilienbestands an den Immobilienbedarf ist die Aufrechterhaltung bzw. Herbeiführung von Flexibilität innerhalb des Immobilienportfolios.¹²⁶ Die Handlungsmöglichkeiten unterscheiden sich für die verschiedenen Objekte des Portfolios erheblich. Die Struktur des Gesamtbestands sollte jedoch auch alle Handlungsmöglichkeiten abbilden, so z.B. Flächenkontraktionen und -expansionen etc.¹²⁷ „Portfolio management [...] involves manipulating a corporation's inventory of real estate to achieve the most beneficial asset mix.“¹²⁸ Die Flächenvielfalt innerhalb des Immobilienportfolios und eine phasenweise Mietvertragsplanung ermöglichen die just-in-time-Akquisition und -Disposition von Flächen. Verschiedene Asset-Klassen (angemietete und eigengenutzte Flächen, Innenstadt-, Vorort- und Campuslagen etc.) können zur Ausgewogenheit des Portfolios und zur Erzielung von Kosteneinsparungen beitragen. Das „Phasing“ von Mietvertragslaufzeiten innerhalb eines Marktes eröffnet Potenzial für die Kontraktion oder Expansion der genutzten Flächen.¹²⁹

¹²⁴ Vgl. Bomba, Corporate Real Estate Portfolio Management, S. 110. „The key objective is to improve the overall performance of the portfolio by shifting the average performance in the direction of improvement, as well as to tighten the variation around that average performance.“ Bon, Principles, S. 10. „Continual incremental improvement that is always in line with changing organizational goals is the ‚theory‘ behind CREM. It focuses on the provision of tools that would help change an organization's real property portfolio in the right direction, while relying on the business strategy for determining what direction is right for the organization.“ Bon, Principles, S. 10.

¹²⁵ Vgl. Then, The Role of Real Estate Assets, S. 275.

¹²⁶ „An adaptive population of strategies keeps an array of options over time, minimizing long-term and irreversible commitments.“ Becker, Integrated Portfolio Strategies, S. 295. „The more often top-level management must adjust a firm's strategic objectives to changing economic conditions, the more poised real property managers must be to minimize any resulting incongruence through swift portfolio realignment.“ Duckworth, Planning and Control, S. 497.

¹²⁷ Vgl. Bon, Principles, S. 9.

¹²⁸ Brown et al., Managing Corporate Real Estate, S. 101. „The essence of portfolio management can be characterized as follows: If a property is not contributing in a manner that maximizes the profitability or strategic position of the corporation, the asset should be redeployed (put to a better use) or sold (perhaps requiring the acquisition of, better, substitute property.“ Brown et al., Managing Corporate Real Estate, S. 101.

¹²⁹ Vgl. Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 229.

Aufgabe des Portfoliomanagements ist weiterhin die Analyse und Steuerung des Immobilienbestands zur Identifikation und Ausschöpfung von Erfolgspotenzialen.¹³⁰ Zur Ableitung des Handlungsbedarfs bzw. der Handlungsmöglichkeiten bedarf es der Schaffung einer Gesamtsicht. Das Corporate Real Estate Portfoliomanagement soll daher ein Referenzsystem zur strategischen Positionierung der Unternehmensimmobilien bieten, auf dessen Grundlage Handlungsalternativen, Strategien und Steuerungsziele formuliert werden. Zu diesem Zweck soll ein einheitliches Analyseraster für den gesamten Immobilienbestand geschaffen werden, das das Management bei einer objektivierten Ziel- und Strategiefindung unterstützt.¹³¹ Durch die Gesamtsicht des Bestands und die resultierende Transparenz werden Handlungsmöglichkeiten und -zwänge identifiziert, deren Umsetzung die langfristige operative und finanzielle Performance des Unternehmens verbessert.¹³² Aufgrund der Zukunftsorientierung der Portfolioanalyse können Entscheidungen über die zukünftige Ressourcenallokation getroffen werden.¹³³ Die Folge ist eine Weiterentwicklung des reaktiven Managements einzelner Objekte hin zum aktiven und gestaltenden Management des Gesamtbestands. „Über Investitionen bzw. Anmietungen und Desinvestitionen bzw. Abmietungen kann innerhalb dieses Verfahrens fundiert entschieden werden.“¹³⁴ Zu diesem Zweck sollte im Rahmen des Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Konzeptes ein Klassifizierungssystem für Unternehmensimmobilien entwickelt werden, das an die jeweiligen Notwendigkeiten des Unternehmens angepasst werden kann. Es sollte den Ist-Bestand in Bezug auf verschiedene Parameter darstellen können, damit auf dieser Basis Entscheidungen bzgl. der zukünftigen Bereitstellung getroffen werden können, die zur Vermeidung unnötiger Kosten führen.¹³⁵ Im Zusammenhang mit der Klassifikation soll insbesondere eine Trennung zwischen betriebsnotwendigen und betriebsneutralen, d.h. für die Geschäftstätigkeit nicht notwendigen Immobilien erfolgen. Eine Visualisierung kann die Diskrepanz zwischen Ist- und Sollbestand aufzuzeigen und zur Strategiefindung beitragen.¹³⁶

Eine weitere Aufgabe im Rahmen der Optimierung der Immobilienbereitstellung ist die Überwachung und Steuerung der Performance-in-Use der Immobilien über den Zeitab-

¹³⁰ Vgl. Bomba, Corporate Real Estate Portfolio Management, S. 106.

¹³¹ Vgl. Pelzl/Amon, Entscheidungstransparenz, S. 11.

¹³² Vgl. Bomba, Corporate Real Estate Portfolio Management, S. 103; Pelzl/Amon, Entscheidungstransparenz, S. 11.

¹³³ Vgl. Pelzl/Amon, Entscheidungstransparenz, S. 11.

¹³⁴ Pelzl/Amon, Entscheidungstransparenz, S. 11.

¹³⁵ Vgl. Woollam, Flexibility, S. 82.

¹³⁶ Vgl. Beyersdorff/Langner, Verwertungsstrategien, S. 10.

lauf.¹³⁷ Eine Verknüpfung zwischen Unternehmens- und Immobilienstrategie liegt vor, wenn Immobilien-Leistungsgrößen auf regelmäßiger Basis überprüft werden, um festzustellen, ob sie der Unternehmensstrategie entsprechen und eine Rückkopplung stattfindet, so dass die Immobilienbereitstellung den Bedürfnissen des Unternehmens angepasst werden kann.¹³⁸ Im Rahmen des Corporate Real Estate Portfolio Managements sollte unternehmensinternes und -externes Benchmarking zur Identifikation von Schwachstellen und zur Herleitung und Priorisierung von Maßnahmen nach dem Kriterium des größten Wertsteigerungspotenzials umgesetzt werden.¹³⁹

2.2.4 Corporate Real Estate Asset Management

Die dem Portfoliomanagement untergeordnete bzw. nachfolgende Steuerung einzelner Immobilien, d.h. die unternehmenswertmaximierende Umsetzung der Ergebnisse der Optimierungsanalyse auf Objektebene ist in den Bereich des Corporate Real Estate Asset Managements einzuordnen.¹⁴⁰ Auf Basis der Vorgaben der übergeordneten Funktionen werden im Rahmen des Asset Managements Strategien auf der objektkonkreten Ebene entwickelt.¹⁴¹ So kann für jede Immobilie des Portfolios sichergestellt werden, „dass die definierte Portfoliostrategie umgesetzt und ein maximaler Effekt für das Gesamtportfolio erzielt wird.“¹⁴² Hierbei geht es insbesondere auch um die Ableitung von Verwertungsstrategien sowie das finanzielle Management der Objekte im Sinne einer Balancierung der Nutzerbedürfnisse mit finanziellen Zielsetzungen.¹⁴³

Real Estate Asset Management wird im Allgemeinen definiert als Prozess des Managements aller Aspekte eines Immobilienobjektes von der Akquisition bis zur Desinvestition unter Berücksichtigung der Ziele des Eigentümers.¹⁴⁴ Die primäre Zielsetzung des Asset Managements im Sinne der Anlagenverwaltung für den Eigentümer durch einen

¹³⁷ Vgl. Then, *The Role of Real Estate Assets*, S. 273 f.

¹³⁸ Vgl. Nourse, *Real Property Performance*, S. 433.

¹³⁹ Vgl. Noha, *Benchmarking*, S. 512.

¹⁴⁰ Vgl. Tranfield/Denyer/Burr, *Long-Term Assets*, S. 280. Die Abgrenzung ist in erster Linie als logische Abgrenzung zu verstehen und muss nicht zwingend der Organisationsstruktur der Corporate Real Estate Einheit entsprechen. Vgl. Varcoe, *Portfolio Management*, S. 116.

¹⁴¹ Vgl. Glickman, *Asset Management*, S. 8.

¹⁴² Sireo Real Estate Asset Management GmbH, *Annual Report 2002*, S. 18.

¹⁴³ Vgl. Jones Lang LaSalle, *Strategic Consulting: Corporate Strategy*, ohne Seite.

¹⁴⁴ Vgl. Brown et al., *Managing Corporate Real Estate*, S. 15 und S. 47 f.; Levy/Matz, *Choosing*, S. 26 f. SOENS/BROWN definieren Asset Management als „the process of overseeing the management function associated with an item of value to ensure the goals of its owners are achieved.“ Soens/Brown, *Asset Management*, S. 5. „Asset development may include sale-leasebacks, [...] disposal of surplus property, acquisition of investment property, and acquisition of property for future corporate use. All of these transactions may generate income which can offset rent and occupancy expenses or fund other capital investments.“ Levy/Matz, *Choosing*, S. 26 f.

Dritten ist die Maximierung der laufenden Rendite eines Objektes bei gleichzeitiger Erhaltung oder Steigerung des Objektwertes.¹⁴⁵ Es beinhaltet alle Tätigkeiten, die der Erhaltung und Steigerung der Ertragsbasis und somit der Werterhaltung und Wertsteigerung eines Objekts dienen.¹⁴⁶

Die Übertragung dieser primär eigentümerorientierten Ziele auf die Funktion des Corporate Real Estate Managements kann zu einer Steigerung des Beitrags der Unternehmensimmobilie zum Unternehmenserfolg beitragen.¹⁴⁷ Der Zielkonflikt zwischen Eigentümer und Nutzer der Immobilie kann beigelegt werden, indem die Vorgaben des Portfoliomanagements im Rahmen des Corporate Real Estate Asset Managements berücksichtigt werden. Das Asset Management koordiniert somit auf Objektebene die Realisierung von Optimierungspotenzialen, die im Rahmen der Analyse des Gesamtbestands identifiziert wurden.¹⁴⁸ Die Bewertung objektbezogener Strategien, die die vorgegebenen Nebenbedingungen erfüllen, werden anhand der primären Zielsetzung des Eigentümers – der Steigerung des Unternehmenswertes – gemessen. Das primäre Ziel des Asset Managements ist es somit, das Potenzial eines Objekts unter den vorgegebenen Rahmenbedingungen im Sinne der Anteilseigner optimal auszuschöpfen.

Wesentliche Aufgaben des Asset Managements sind die Identifikation und Bewertung von Akquisitions- und Desinvestitionsalternativen, d.h. im Falle des Corporate Real Estate Managements Immobilienbereitstellungs- und Verwertungsstrategien.¹⁴⁹ „Asset

¹⁴⁵ Vgl. Brown et al., Managing Corporate Real Estate, S. 46 f.; Scarrett, Asset Management, S. 29.

¹⁴⁶ Vgl. Varcoe, Portfolio Management, S. 116; Brown et al., Managing Corporate Real Estate, S. 46; Brauer, Portfolio, Asset und Facility Management, S. 24; Sireo Real Estate Asset Management GmbH, Annual Report 2002, S. 12 f.

¹⁴⁷ Vgl. Brown et al., Managing Corporate Real Estate, S. 47 sowie Brown/Lapides/Rondeau, Forms and Procedures, S. 8. „For the corporate real estate executive, the evolution and development of profit motives will be the key to future success.“ Brown et al., Managing Corporate Real Estate, S. 47. „As the corporate real estate asset user accelerates its own restructuring, downsizing, and decentralization activities, it will turn increasingly toward third party real estate functionaries who, by and large, present the ‚commercial‘ rather than the ‚corporate‘ point-of-view. Many of the techniques of effective real estate asset management that will now be applied on corporate inventories will come from the ‚commercial‘, third party side of the business. The assimilation and merger over time of profit-driven commercial asset management attitudes and the internal-looking, business mission corporate approach to real estate asset management will occur.“ Brown/Lapides/Rondeau, Forms and Procedures, S. 8. „The corporation can adopt this profit-oriented philosophy to manage the real estate fixed-asset portion of its balance sheet.“ Brown et al., Managing Corporate Real Estate, S. 47.

¹⁴⁸ Vgl. Sireo Real Estate Asset Management GmbH, Annual Report 2002, S. 12 f. und S. 19.

¹⁴⁹ Vgl. Brown et al., Managing Corporate Real Estate, S. 16. „The responsibility for securing the facilities required by the firm is assigned to the real estate function, which manages the acquisition, utilization, and disposition of the corporation’s real estate. This is the corporation’s real estate *asset management* function [...]“. Brown et al., Managing Corporate Real Estate, S. 163.

Management functions are those that link the corporate real estate portfolio with the real estate [and capital] market.“¹⁵⁰ Dies gilt insbesondere für die Verwertung von Immobilien.¹⁵¹ Mögliche Optimierungsmaßnahmen reichen von der wertmaximierenden passiven Verwertung bis zur Umsetzung unterschiedlicher Optimierungsstrategien wie Revitalisierung oder Projektentwicklung, Umsetzung von Kosteneinsparungspotenzialen, Verkauf, Optimierung des Mietmixes oder des Flächenverbrauchs etc. Im Rahmen des Asset Managements wird für jedes Objekt die Vorteilhaftigkeit von Optimierungsmaßnahmen ermittelt und ggf. deren Durchführung beauftragt und überwacht.¹⁵²

2.2.5 Facilities Management

Facilities Management wird im Rahmen dieser Arbeit als technisch orientiertes Management von Immobilien verstanden, das sämtliche operativen Aufgaben des Gebäudemagements beinhaltet.¹⁵³ „[Facilities management] includes the activities that maintain the productive capacity of a corporation's facilities in their current location and configuration, as directed by asset management strategies.“¹⁵⁴ Im Mittelpunkt des Facilities Managements stehen somit „[...] Maßnahmen, die zum kontinuierlichen Betreiben und zur Funktionsfähigkeit von Gebäuden und haustechnischen Anlagen unter Berücksichtigung sich wandelnder Anforderungen dienen [...]“¹⁵⁵. Folglich ist die primäre Zielsetzung des Facilities Managements die Optimierung der Betriebsfunktion, die Reduzierung der Betriebskosten und die Verbesserung der Dienstleistungen.¹⁵⁶ Im Gegensatz zu den anderen Bestandteilen des Corporate Real Estate Managements orientiert sich das Facilities Management am operativen Bedarf des Unternehmens, während die

¹⁵⁰ Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 39. „These include lease management, acquisition and disposal of space, redevelopment, and project management of new buildings.“ Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 39.

¹⁵¹ Vgl. Bon, Immobilienstrategien, S. 193. Die GESELLSCHAFT FÜR IMMOBILIENWIRTSCHAFTLICHE FORSCHUNG führt ebenfalls diese Funktion auf Ebene des Einzelobjekts an. Vgl. gif Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V., Real Estate Investment Management, S. 22.

¹⁵² Vgl. Sireo Real Estate Asset Management GmbH, Annual Report 2002, S. 17-19.

¹⁵³ Es gibt zahlreiche Definitionen des Begriffs Facilities Management, jedoch keine einheitliche, auf nationaler oder internationaler Ebene allgemein akzeptierte. Auch ein einheitliches Begriffsverständnis liegt nicht vor. Zu den verschiedenen Definitionen verschiedener Fachverbände und anderer Institutionen vgl. Schulte/Pierschke, Facilities Management, S. 34-37 sowie teilweise S. 38 f.

¹⁵⁴ Brown et al., Managing Corporate Real Estate, S. 163.

¹⁵⁵ Schäfers, Strategisches Management, S. 166.

¹⁵⁶ Vgl. Klein, Strategic Facilities Planning, S. 340; Brauer, Portfolio, Asset und Facility Management, S. 24.

übergeordneten Funktionen auf strategische und finanzwirtschaftliche Gesichtspunkte fokussieren.¹⁵⁷

Diejenigen Aufgaben des Facilities Managements, die im Rahmen der hierarchischen Gliederung als operative kaufmännische, technische und infrastrukturelle Gebäudemanagement-Tätigkeiten zu verstehen sind, dienen – wie auch das Transaktionsmanagement und die Projektentwicklung – der Umsetzung der portfolio- und objektbezogenen Strategien.

2.2.6 Notwendigkeit eines mehrstufigen Corporate Real Estate Management-Konzeptes

2.2.6.1 Komplexität und Heterogenität des Immobilienbestands

Die Komplexität der von Unternehmen genutzten Immobilienbestände erfordert eine dem Management auf Objektebene übergeordnete Steuerung des Gesamtbestands. Erst auf Basis einer systematischen, auf die Aufdeckung von Risiken und Erfolgspotenzialen ausgerichteten Strukturierung des Immobilienbestands können optimale Entscheidungen getroffen werden. Im Eigentum von Unternehmen befinden sich betriebsnotwendige und betriebsneutrale Immobilien; zudem verfügen Unternehmen über angemietete Flächen, deren zeitliche und kostenmäßige Dimension häufig aufgrund der großen Menge an Verträgen und Vertragspartnern innerhalb und außerhalb des Unternehmens unübersichtlich und teilweise sogar unbekannt ist. Das Beispiel Telekom AG veranschaulicht die Komplexität der Verfügungsrechte sehr deutlich: der Konzern steht extern in rund 17.000 Vertragsverhältnissen für die Anmietung von Flächen und in 17.560 Vertragsverhältnissen für die Vermietung von Flächen. Weiterhin bestehen 85.000 konzerninterne Vertragsverhältnisse.¹⁵⁸ Doch auch Unternehmen mit einem

¹⁵⁷ Vgl. Schulte/Pierschke, Facilities Management, S. 39; Gondring/Feldhoff, Corporate-Real-Estate-Management, S. 8. „Immobilien werden [im Rahmen des Corporate Real Estate Managements] eher aus der investitionstheoretischen Perspektive betrachtet. Im Rahmen des Facilities Managements werden Immobilien eher unter dem produktionstheoretischen Blickwinkel gesehen.“ Schulte/Pierschke, Facilities Management, S. 39. Im Rahmen dieser Arbeit wird das Facilities Management als integraler Bestandteil des Corporate Real Estate Managements betrachtet, wobei eine Trennung zwischen tendenziell strategischen und ausführenden Tätigkeiten sinnvoll ist. Zur operativen Ebene des Managements von Immobilien und anderer langfristiger Investitionsgüter vgl. auch Tranfield/Denyer/Burr, Long-Term Assets, S. 284 f.

¹⁵⁸ Vgl. Knopp, Bedarfs- und Optimierungsplanung, S. 24.

weniger komplexen Immobilienbestand wie beispielsweise Banken fehlt häufig eine gesamthafte Betrachtung der Verfügungsrechte.¹⁵⁹

Ein Grund für die wachsende Komplexität von Immobilienportfolios ist das Unternehmenswachstum durch Fusionen und Akquisitionen. Je stärker ein Unternehmen wächst, desto umfangreicher und differenzierter wird der Immobilienbestand.¹⁶⁰

2.2.6.2 Mangelnde Kenntnis von Optimierungspotenzialen im Bestand

Oftmals wird die Desinvestition von Unternehmensimmobilien nur wegen ihres positiven Einflusses auf Bilanzkennzahlen in Erwägung gezogen. Viel entscheidender ist jedoch die Möglichkeit einer erheblichen Senkung der Immobilienbereitstellungskosten.¹⁶¹ Bislang lag der Schwerpunkt der Kostensenkungsmaßnahmen im Rahmen des Corporate Real Estate Managements „meist beim Facility-Management und stets auf der Optimierung einzelner Objekte.“¹⁶² Heute sollte die Messung und Überwachung der Performance des gesamten Immobilienportfolios, die Reorganisation des Gesamtbestands und die Fokussierung auf die strategische Planung des Gesamtportfolios im Vordergrund der Tätigkeiten der Corporate Real Estate-Einheit stehen.¹⁶³ „Isolated, the typical facility lacks sufficient scale and scope to improve corporate performance significantly. But a portfolio can have dozens, even hundreds, of locations, layouts, and leases.“¹⁶⁴

¹⁵⁹ Vgl. bspw. Binder, Rationalise, S. 86. VEALE zeigt auf, dass Non-Property-Unternehmen insbesondere bzgl. des angemieteten Bestands einen signifikanten Grad an Unsicherheit aufweisen. 19 % der im Rahmen der Studie befragten Unternehmen konnten keine Aussage über die im Eigentum befindlichen Flächen treffen; 24 % sahen sich nicht in der Lage, die angemieteten Flächen zu quantifizieren. Vgl. Veale, Managing Corporate Real Estate Assets, S. 6. Auch im Rahmen der CREMRU-JCI-Unternehmensbefragung konnten 36 % der befragten Unternehmen (ohne Berücksichtigung von Kontinentaleuropa) keine Aussage über das Verhältnis zwischen angemieteten Immobilien zu eigengenutzten Immobilien treffen. Bezogen auf Großbritannien lag die Quote sogar bei 54 %. Vgl. Gibler/Black/Moon, Corporate Real Estate Strategy, S. 243. Zudem belegen verschiedene Beispiele aus der Unternehmenspraxis mangelnde Transparenz über die Mietvertragsverhältnisse, so bspw. bei Sun Microsystems und Dow Jones & Co. Vgl. Lyne, "Space Wars", S. 647; Keller/Keller, Strategic Efficacy, S. 140 f. Dies macht deutlich, dass angemietete Immobilien unbedingt in die Betrachtung einbezogen werden müssen. Zudem legt dieser Missstand dar, welchen Beitrag das Corporate Real Estate Portfoliomanagement zur effizienten Bereitstellung von Unternehmensimmobilien leisten kann.

¹⁶⁰ Vgl. Knips, Corporate Real Estate Management, S. 19.

¹⁶¹ Vgl. Chekijian, Capital Markets, S. 7.

¹⁶² Wonner, Wertsteigerung, S. 16.

¹⁶³ Vgl. Lubieniecki/Desrocher, Performance Scorecard, S. 39 f.; Wonner, Wertsteigerung, S. 16; Yontz, Real Estate Function, S. 25 f. Dieses „big picture thinking“ und „strategic understanding“ sind laut GILLIES/DOW wesentliche Erfolgsfaktoren des Corporate Real Estate Managements. Vgl. Gillies/Dow, Trends and Challenges, S. 261.

¹⁶⁴ Apgar, Managing Real Estate, S. 167.

Häufig liegen im Bestand erhebliche Effizienzdefizite vor, da das Management der Unternehmensimmobilien in Non-Property Companies meist eine untergeordnete Priorität besitzt. Optimierungspotenziale bestehen bzgl. der Effizienz der der Flächennutzung¹⁶⁵, Standortkonsolidierungen, Freisetzungen werthaltiger Lagen und der Kapitalallokation. Das Problem der mangelnden Kenntnis von Optimierungspotenzialen verstärkt sich bei dezentralisierten Organisationsstrukturen und Entscheidungskompetenzen über die Immobilienbereitstellung.¹⁶⁶

Die Kenntnis des Immobilienportfolios im Hinblick auf Optimierungspotenziale und den Wert der Objekte ist eine grundlegende Voraussetzung für die maximale Wertschöpfung bei der Bereitstellung wie auch bei der Veräußerung.¹⁶⁷ „We can expect that the first detailed examination of the portfolio will provide some immediate steps that could be readily justified. Many companies, when taking this first look quickly find unneeded space, overly generous space allocations that far exceed the norm, some ready possibilities for co-location, and some immediate opportunities for disposition.“¹⁶⁸

Motorola konnte durch das umfassende Outsourcing des operativen Managements an ein Immobiliendienstleistungsunternehmen die internen Managementkapazitäten auf die strategische Steuerung des Portfolios konzentrieren und so innerhalb von drei Jahren die Zahl der Standorte von 700 auf 400 reduzieren und jährliche Kosteneinsparungen von 400 Mio. US\$ erreichen.¹⁶⁹ Das Unternehmen Nortel konnte durch die Zusammenlegung der Konzernverwaltung von vier verschiedenen Standorten – drei Verwaltungseinheiten waren in Bürogebäuden in erstklassigen Innenstadtlagen untergebracht – die jährlichen Mietkosten über einen Zeitraum von zehn Jahren um 23 Mio. US \$ reduzieren, während eine ehemalige Fabrik am Stadtrand erheblich im Wert gesteigert werden konnte.¹⁷⁰ Das Unternehmen ABB AG konnte durch „Synchronisierung und Optimierung des Immobilienportfolios“¹⁷¹ innerhalb von sechs Jahren den Flächen-

¹⁶⁵ „Managers [...] acquire new buildings rather than investigate under-utilised properties because the investigation would, as one manager puts it, ‘open a can of worms’.“ Weatherhead, Property Issues, S. 8.

¹⁶⁶ Vgl. Zappile, Quality Process Approach, S. 218 f.; Binder, Rationalise, S. 86.

¹⁶⁷ Vgl. McNamara, Future Role, S. 126.

¹⁶⁸ Joroff, Rationalise, S. 95.

¹⁶⁹ Vgl. Hudgins, Strategists, S. 34.

¹⁷⁰ Vgl. Knips, Corporate Real Estate Management, S. 18; Dohner, Nortel Brampton Centre, S. 136. DOHNER stellt den Fall detailliert dar. Vgl. Dohner, Nortel Brampton Centre, S. 132-140.

¹⁷¹ Wonner, Wertsteigerung, S. 18.

verbrauch um etwa 42 % reduzieren. Zudem wurden bei den Belegungskosten durch gezielte Maßnahmen Einsparungen von über 15 % je m² erzielt.¹⁷²

2.2.6.3 Mangelnde Verknüpfung der strategischen Unternehmensplanung mit der Immobilienbereitstellung

„Da Immobilien als Produktionsfaktoren in die Leistungserstellung einbezogen werden, greift ein auf kurzfristige und finanzwirtschaftliche Ziele gerichtetes Immobilienmanagement zu kurz.“¹⁷³ Zudem kann eine unzureichende Einbindung der CREM-Einheit zu erheblichen Wertverlusten führen, wenn Immobilien obsolet werden, ohne dass vorher Verwertungsvorbereitungen getroffen und -maßnahmen eingeleitet werden konnten, die eine maximale Rückführung des gebundenen Kapitals ermöglicht hätten.¹⁷⁴ Wesentlich schwerwiegender noch ist eine Verzögerung der Bereitstellung dringend benötigter Flächen. Die Vorlaufzeiten können durch eine proaktive Planung durch die Corporate Real Estate-Einheit wesentlich verkürzt werden.¹⁷⁵ Darüber hinaus kann ohne die strategische Einbindung der Corporate Real Estate-Einheit kein aktiver Beitrag der Immobilienbereitstellungsstrategie zum Unternehmenserfolg geleistet werden.¹⁷⁶ Im Gegenteil: die Durchführung von Immobilientransaktionen außerhalb des unternehmensstrategischen Kontexts birgt die Gefahr einer inadäquaten und damit wertvernichtenden Immobilienbereitstellung.¹⁷⁷ Das Beispiel Deutsche Post zeigt die Auswirkungen einer mangelnden strategischen Verknüpfung drastisch auf: Hier wurde Mitte der neunziger Jahre beschlossen, Briefverteilungszentren künftig außerhalb der Städte anzusiedeln, ohne den Immobilienbereich rechtzeitig in Kenntnis zu setzen, so dass zeitgleich in Augsburg, Bremen und Saarbrücken neue innerstädtische Verteilungszentren errichtet wurden, die anschließend lange Zeit leer standen.¹⁷⁸ „If property is not consid-

¹⁷² Vgl. Wonner, Wertsteigerung, S. 18.

¹⁷³ Pfnür, Immobilienmanagement, S. 61.

¹⁷⁴ Vgl. Interview vom 18.1.2005 mit Herrn Volker Dittmeier, Sireo Real Estate Asset Management GmbH.

¹⁷⁵ Vgl. O'Mara, Demand Forecasting, S. 131. Praktische Erfahrungen belegen, dass bei reaktivem Corporate Real Estate Management eine Vorlaufzeit von mehr als 24 Monaten üblich ist, während bei einer vorausschauenden strategischen Planung die Vorlaufzeit auf lediglich neun bis zwölf Monate verkürzt werden kann. Vgl. Acoba/Foster, Aligning Corporate Real Estate, S. 148. „Still, there are physical limitations to building faster.“ O'Mara, Demand Forecasting, S. 132.

¹⁷⁶ Vgl. Osgood, Strategy Alignment Model, S. 106. „The derivation of a corporate strategic choice without integrating the real estate and operational dimension clearly contributes to sub-optimum solutions in many organisations, reducing the role of real estate/facilities to one of reacting to business unit demands.“ Then, The Role of Real Estate Assets, S. 276.

¹⁷⁷ Vgl. Nourse/Roulac, Linking Real Estate Decisions, S. 475.

¹⁷⁸ Vgl. Werres, Beton, S. 135.

ered within a business strategy, managers are trying to handle a major cost without adequate knowledge.“¹⁷⁹

Immobilien werden meist nicht mit eigener Wertschöpfungsstrategie in die Unternehmensstrategie einbezogen¹⁸⁰, und Non-Property Unternehmen besitzen in vielen Fällen keine Konzepte oder Leitfäden für den strategischen Umgang mit ihrem Immobilienportfolio.¹⁸¹ Auch wenn Strategien festgelegt werden, klafft zwischen den strategischen Zielen und dem operativen Handeln in Bezug auf die Unternehmensimmobilien immer noch eine große Lücke (vgl. Abbildung 5).¹⁸²

So wird weder bei der Bereitstellung noch bei der Bewirtschaftung oder Verwertung von Unternehmensimmobilien ein strategischer Ansatz verfolgt,¹⁸³ und Bereitstellungsentscheidungen wie das Eingehen von Mietverpflichtungen werden häufig auf täglicher Basis getroffen, ohne dass ihr Einfluss auf die Produktivität oder Profitabilität des Unternehmens oder die zukünftige Entwicklung des Unternehmens berücksichtigt wird.¹⁸⁴

Ein wesentlicher Grund für diese Schwächen ist die mangelnde Einbindung des Immobilienmanagements in den Führungsprozess, so dass der Fehler keineswegs allein in der Corporate Real Estate-Einheit liegt. Häufig gibt es keine oder nur sporadische Kon-

¹⁷⁹ Weatherhead, Property Issues, S. 6.

¹⁸⁰ Vgl. Friedemann, Bürohalten, S. 41; Weatherhead, Property Issues, S. 6; Osgood, Strategy Alignment Model, S. 107. „Unfortunately, experience with and research into almost 200 Fortune 1000 companies suggest that only about one-third of these organisations incorporate real estate initiatives as part of their core business strategy.“ Osgood, Strategy Alignment Model, S. 107. Zu einer Übersicht über empirische Studien, die die mangelnde Verknüpfung zwischen Unternehmens- und Immobilienstrategie nachweisen, vgl. McDonagh, Performance, S. 4 f.

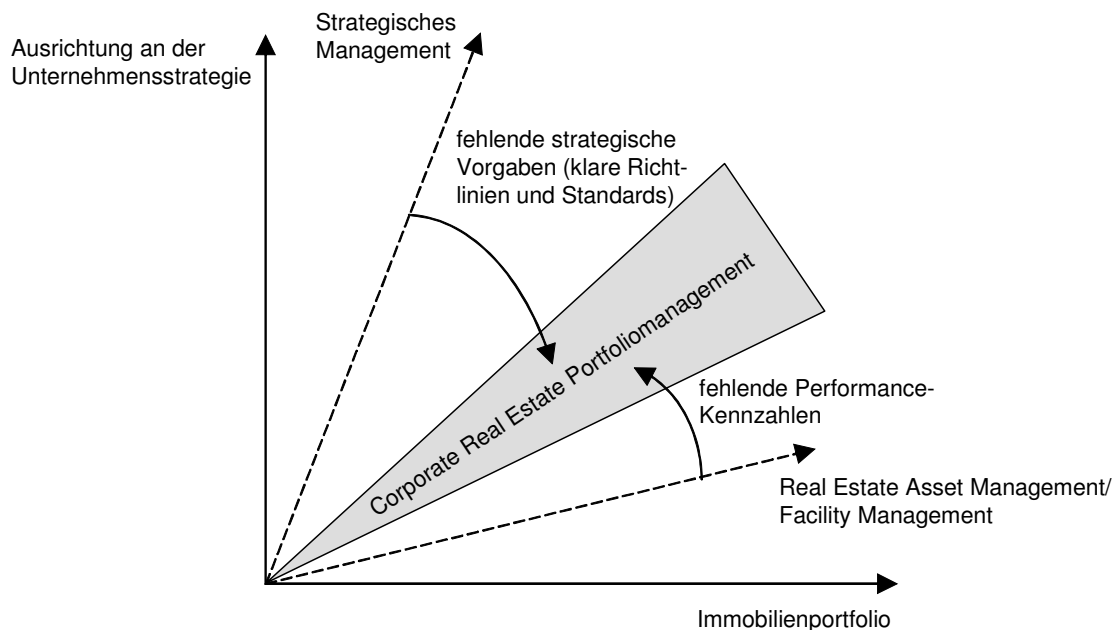
¹⁸¹ Vgl. Schulte/Schäfers, Modernes Immobilien-Management, S. 33. Eine Befragung der DAX- und MDAX-Unternehmen von SCHULTE/GIER aus den Jahren 2004 und 2005 zeigt, dass nur 50 % der befragten Unternehmen über eine schriftlich fixierte Immobilienstrategie verfügen. Vgl. Schulte/Gier, Immobilienvermögen, S. 7. Dies stimmt mit den Ergebnissen einer Unternehmensbefragung von PFNÜR/HEDDEN aus dem Jahr 2002 überein. Hiernach besitzen sogar weniger als 50 % deutscher Großunternehmen eine schriftlich fixierte Immobilienstrategie, und nur in etwa der Hälfte der Unternehmen sind immobilienwirtschaftliche Planungsprozesse mit denen des Kerngeschäfts verknüpft. Vgl. Pfnür/Hedden, Corporate Real Estate 2002, S. 8. Das Problem besteht jedoch nicht nur in deutschen Unternehmen. Laut einer Umfrage von über hundert britischen Immobilien- und Finanzverantwortlichen, die DRIVERS JONAS durchgeführt hat, verfügen nur 66 % der befragten Unternehmen über eine explizite Immobilienstrategie. Vgl. Drivers Jonas, Corporate Occupiers, ohne Seite.

¹⁸² Vgl. Schulte/Schäfers, Modernes Immobilien-Management, S. 31; Then, The Role of Real Estate Assets, S. 275 f.; Then, Enabling Resource, ohne Seite; van der Schaaf/de Puy, CRE Portfolio Management, S. 151 f.

¹⁸³ Vgl. Gibling/Black/Moon, Corporate Real Estate Strategy, S. 235.

¹⁸⁴ Vgl. Gibling/Black/Moon, Corporate Real Estate Strategy, S. 235; Woollam, Flexibility, S. 75.

takte zwischen der Führungsebene des Unternehmen und des Immobilienmanagements.¹⁸⁵



In Anlehnung an: Then, Integrated Resource Management, S. 275; Then, Enabling Resource, ohne Seite.

Abbildung 5: Ursachen für die mangelnde Ausrichtung des operativen Managements an strategischen Zielen

Die mangelhafte Verknüpfung von Unternehmensstrategie und Immobilienbereitstellung resultiert somit häufig in reaktiven Ad-hoc-Entscheidungen und infolgedessen in aneinander gereihten „Insellösungen“^{186, 187}. Voraussetzung für Entscheidungen bzgl. der Immobilienbereitstellung – sei es über die Veräußerung oder über die Akquisition von Unternehmensimmobilien – ist jedoch Klarheit über zukünftigen Bedarf des Unternehmens.¹⁸⁸ Eine unzureichende Vorausplanung verhindert die maximale Nutzung des Immobilienportfolios und die Vermeidung unnötiger Kosten durch die Bereitstellung von Unternehmensimmobilien, die am Bedarf vorbeigehen.¹⁸⁹ Aufgrund der unzureichenden Verknüpfung von Unternehmens- und Immobilienstrategie sind sich die meisten Unternehmen nicht über die strategische Bedeutung ihres Immobilienbestands im Klaren, so dass im Grunde keine Entscheidungen bzgl. einer Desinvestition getroffen wer-

¹⁸⁵ Vgl. Osgood, Strategy Alignment Model, S. 115.

¹⁸⁶ Braschel/Scheins, Professionelles Immobilienmanagement, S. 11.

¹⁸⁷ Vgl. Dewulf/van der Schaaf, Scenario Planning, S. 20. „Nowadays, CRE [corporate real estate] managers are increasingly more focused on short-term, ad-hoc solutions to prove their value to the business.“ Dewulf/van der Schaaf, Scenario Planning, S. 20.

¹⁸⁸ Vgl. McNamara, Future Role, S. 127.

¹⁸⁹ Vgl. Woollam, Flexibility, S. 73; Pfnür/Armonat, Conflict, S. 322.

den dürften.¹⁹⁰ „[...] it is crucial that the importance of the particular property to the company is first clarified.“¹⁹¹

Es gibt zahlreiche Aspekte einer adäquaten Immobilienbereitstellungsstrategie; dazu gehören insbesondere Gestaltung, Standort, Qualität und Verfügungsrechte.¹⁹² Um einen Wertbeitrag zu leisten, müssen Unternehmensimmobilien bzgl. dieser Faktoren zweckmäßig sein und zu den geringst möglichen Kosten bereitgestellt werden.¹⁹³ Da eine Verknüpfung zwischen Unternehmens- und Immobilienstrategie häufig nicht vorliegt, wird als „Standard-Bereitstellungsstrategie“ in vielen Fällen die Aufrechterhaltung maximaler Flexibilität umgesetzt, obwohl dafür keine Notwendigkeit besteht.¹⁹⁴ Auch wenn Flexibilität zweifellos wichtig ist, besteht die Gefahr, die langfristigen Konsequenzen von Bereitstellungsentscheidungen zu übersehen.¹⁹⁵ Eine durchweg flexible Immobilienbereitstellung hat langfristig meist negative Auswirkungen auf die Kosten der Immobilienbereitstellung. Aber auch eine Fokussierung auf kurzfristige Kostenminimierung kann langfristig zu höheren indirekten Kosten führen und den Aufbau oder die Erhaltung langfristiger Wettbewerbsvorteile des Unternehmens behindern.¹⁹⁶ „Strategic planning is essential to superior performance.“¹⁹⁷

Die Anpassung an die Erfordernisse der Kerngeschäftsbereiche wird mit zunehmender Anzahl an Mitarbeitern und zunehmendem Flächenvolumen erschwert.¹⁹⁸ Zudem steigt der Koordinationsbedarf mit der Flexibilität der Unternehmensstruktur.¹⁹⁹ Mit wachsen-

¹⁹⁰ Vgl. Pfnür/Armonat, Conflict, S. 325.

¹⁹¹ Pfnür/Armonat, Conflict, S. 327.

¹⁹² Vgl. Weatherhead, Property Issues, S. 6. Zur praktischen Umsetzung einer Standortentscheidung von Boeing zur Ansiedlung des neuen Firmenhauptsitzes vgl. o.V., Boeing's Big Move, S. 22 f.

¹⁹³ Vgl. Weatherhead, Property Issues, S. 6.

¹⁹⁴ Vgl. Wainwright, Divestment, S. 330 f.; Woollam, Flexibility, S. 74. „Many corporate occupiers lack a business-and-property-linked strategy, and against this background the ‚default‘ strategy for property is to maintain maximum flexibility. Flexibility, however, comes at a price, and many occupiers seem prepared to pay for a degree of flexibility that they will never use.“ Wainwright, Divestment, S. 330 f. WOOLLAM geht davon aus, dass mindestens 40 % der Unternehmensaktivitäten langfristiger Natur sind, so dass zumindest für diese Aktivitäten keine flexible Immobilienbereitstellung notwendig ist. Vgl. Woollam, Flexibility, S. 76.

¹⁹⁵ Vgl. Dewulf/van der Schaaf, Scenario Planning, S. 20.

¹⁹⁶ Vgl. O'Mara, Fast Growth, S. 279; Linneman, Corporate Real Estate Strategies, S. 2.

¹⁹⁷ Dewulf/van der Schaaf, Scenario Planning, S. 20.

¹⁹⁸ Vgl. Knopp, Bedarfs- und Optimierungsplanung, S. 23.

¹⁹⁹ Vgl. Wonner, Wertsteigerung, S. 18.

der Größe und zunehmender Unsicherheit steigt daher die Notwendigkeit einer konzeptionellen Gesamtsicht des Bestands.²⁰⁰

2.2.6.4 Fehlende konzeptionelle Gesamtsicht des Bestands

Das Management von Unternehmensimmobilien erfolgt bislang primär objektkonkret und transaktionsbezogen, während ein strategisches Management des Gesamtbestands meist unterbleibt.²⁰¹ Die Durchführung von Portfolioanalysen und ein darauf basierendes Immobilien-Portfoliomanagement sowie eine gezielte Immobilienverwertung sind in der Unternehmenspraxis immer noch äußerst selten.²⁰² Häufig werden Entscheidungen trotz einer fehlenden konzeptionellen Gesamtsicht des Bestands und auf Basis einer isolierten Immobilie-für-Immobilie-Betrachtung getroffen.²⁰³ „[...] decisions must be based on a cross-sectional and time-series understanding of the portfolio, rather than on a property-by-property and moment-by-moment basis.“²⁰⁴ „Little has been done to adapt portfolio-wide concepts to corporate real estate because it is expensive and time-consuming for any one organisation to do so. The subject is broad, the analysis involved can become complex, and if it is not done in an orderly and modular way it can be difficult to develop and update.“²⁰⁵

Die Flexibilität des Immobilienportfolios ist zunehmend eine wesentliche Bedingung für den Erfolg des Unternehmens. Flexibilität setzt eine proaktive Steuerung und die Berücksichtigung von Wechselwirkungen voraus; dies wiederum erfordert die vollständige Kenntnis des Immobilienbestands, d.h. der Möglichkeiten und der Beschränkungen.²⁰⁶

²⁰⁰ Vgl. Apgar, Strategic Role, S. 21. „Scale magnifies the problem: in large companies, million dollar-plus commitments are made weekly. The resulting portfolio – a product of numerous incremental decisions – can be far out of line with business plans.“ Apgar, Strategic Role, S. 21.

²⁰¹ Vgl. Bon, Corporate Real Estate Management, S. 16; Apgar, Strategic Role, S. 21.

²⁰² Vgl. Schulte/Schäfers, Modernes Immobilien-Management, S. 31.

²⁰³ Dies ergab auch eine Umfrage unter den Mitgliedern der Organisationen NACORE und IDRC aus dem Jahr 2000. Vgl. Gibler/Black/Moon, Corporate Real Estate Strategy, S. 236. „Incremental and non-integrated solutions to business unit needs have created a hodgepodge of assets that are not conducive to optimization efforts.“ Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 3 f. Vgl. auch Pfnür/Schäfer/Armonat, Real Option, S. 248; Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 9. „Under the given organisational structures it is very difficult to aggregate user demand on a strategic level.“ Pfnür/Schäfer/Armonat, Real Option, S. 248.

²⁰⁴ Joroff, Management Strategies, S. 5.

²⁰⁵ Varcoe, Portfolio Management, S. 114.

²⁰⁶ Vgl. Then, Enabling Resource, ohne Seite.

Jede Immobilienentscheidung hat potenzielle Auswirkungen auf den Gesamtbestand.²⁰⁷ Insbesondere wenn der Gesamtbestand eine bestimmte Größe erreicht hat, mindert eine inkrementelle Vorgehensweise den funktionellen und finanziellen Wert des Immobilienportfolios.²⁰⁸ Die systematische Erfassung, Steuerung und Kontrolle von Immobilienbeständen und Mietverträgen ist Voraussetzung für eine Steigerung des Unternehmenswertes und eine Kostensenkung.²⁰⁹ Die Vernachlässigung der bestehenden Struktur des Immobilienbestands ähnelt der lange überholten Vorgehensweise institutioneller Immobilieninvestoren bei der Durchführung von Investitionen vor der breiten Etablierung des Immobilien-Portfoliomanagements. Die Portfoliosicht erlaubt einen fokussierten, integrativen Ansatz der Immobilienbereitstellung, der Optimierungspotenziale sowohl im Bestand²¹⁰ als auch bzgl. der Verhandlungsposition des Unternehmens bei externen Anbietern aufdeckt.²¹¹ „To meet its overall objective good portfolio planning is fundamental to Property Holdings’ actual and perceived performance.“²¹² Eine Gesamtsicht des Bestands ist insbesondere dann vorteilhaft, wenn die Geschäftsfelder des Unternehmens sich unterschiedlich entwickeln und in manchen Bereichen der Flächenbedarf steigt, während er in anderen Bereichen sinkt, so dass Veränderungen des Flächenbedarfs verschiedener Geschäftsbereiche innerhalb des Portfolios ausgeglichen werden können.²¹³

²⁰⁷ Vgl. Acoba/Foster, *Aligning Corporate Real Estate*, S. 150; Scruggs, *Beyond Outsourcing*, S. 691. „Every decision made for one property has the potential to impact the broader portfolio.“ Scruggs, *Beyond Outsourcing*, S. 691.

²⁰⁸ Vgl. Bomba, *Corporate Real Estate Portfolio Management*, S. 103; Varcoe, *Portfolio Management*, S. 113.

²⁰⁹ Vgl. Friedemann, *Bürohäuser*, S. 41.

²¹⁰ Vgl. Weatherhead, *Property Issues*, S. 22; Becker/Sims, *Managing Uncertainty*, S. 9; Chirgwin, *Organisational Model*, S. 139.

²¹¹ „Looking at the needs in terms of the portfolio allows for a more focused and integrated approach that uncovers opportunities to leverage the organization’s existing capacity or market power.“ Fitzpatrick et al., *Asset Management & Portfolio Optimization*, S. 13. Zur Effizienzsteigerung durch eine zentrale Bestandssteuerung und eine Bündelung der Nachfrage vgl. auch Zappile, *Quality Process Approach*, S. 219; Noha, *Benchmarking*, S. 518; Krumm/Dewulf/de Jonge, *Added Value*, S. 375 f. „[...] brokerage experiences indicate that large users may enjoy a 5 to 15 % cost advantage in negotiating with landlords.“ Noha, *Benchmarking*, S. 518.

²¹² Roberts/Daker, *Information and Innovation*, S. 234.

²¹³ Vgl. Roberts/Daker, *Information and Innovation*, S. 234; Weatherhead, *Property Issues*, S. 22; Chirgwin, *Organisational Model*, S. 142; Cooke, *Corporate Real Estate*, S. 372; Fitzpatrick et al., *Asset Management & Portfolio Optimization*, S. 13. „For companies with diverse business interests, taking a long term lease on a building that can be used by several subsidiary companies helps to spread the burden and create some flexibility.“ Weatherhead, *Property Issues*, S. 22. „Significant value can be created by aligning a downturn in one business sector with growth in another, thereby minimising commitment and investment and accelerating time to market.“ Chirgwin, *Organisational Model*, S. 142.

Langfristige Handlungsprogramme und Entscheidungen über die Ressourcenallokation lassen sich nicht auf Basis vielfältiger, objektbezogener Einzelanalysen entwickeln, sondern sollten auf einer konzeptionellen Gesamtsicht beruhen.²¹⁴ Nur eine umfassende Strukturierung des Gesamtbestands macht deutlich, welche Immobilien weiterhin im Eigentum verbleiben und welche Immobilien desinvestiert werden sollten.²¹⁵

Mit der Bewegung der Corporate Real Estate Management-Aktivitäten hin zur Steuerung auf Ebene des Gesamtbestands können die Risiken und Kosten der Immobilienbereitstellung reduziert und die Flexibilität gesteigert werden. Dies bedeutet jedoch keinen Bedeutungsverlust für das Asset Management auf Objektebene, das nach wie vor im gleichen Ausmaß benötigt wird, wenn auch zunehmend ein Outsourcing der Asset Management-Aktivitäten stattfindet.

Ein Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Konzept kann die langfristige Wirkung von Immobilienentscheidungen und deren Einfluss auf den Unternehmenserfolg verdeutlichen, über die sich Entscheidungsträger oft nicht im Klaren sind. „Decisions were often made by looking at the impact of a decision on the Profit and Loss account for only the next quarter, half-year or year.“²¹⁶ Dies deutet auf ein mangelndes Verständnis des mit Immobilienentscheidungen einhergehenden finanziellen Risikos hin. Die statische Einzelobjekt-Sicht der Immobilienbereitstellung muss durch eine dynamische Portfoliosicht ersetzt werden, um Bereitstellungsentscheidungen zu treffen, die einen langfristigen Beitrag zum Unternehmenserfolg leisten.

Der Unterschied zwischen den Disziplinen liegt in einer Veränderung der Perspektive von der Mikro- zur Makroebene und von einem taktischen, reaktiven zu einem strategischen, proaktiven Ansatz.²¹⁷ Abbildung 6 stellt den Grad der Zielerreichung durch die verschiedenen Managementansätze bzw. -ebenen in Bezug auf die Immobilienbereitstellung grafisch dar. Durch die Steuerung auf Ebene des Portfolios können im Gegensatz zum separaten Management der Einzelobjekte die Bereitstellung flexibilisiert, Risiken reduziert und Kosten eingespart werden. Das Management der Immobilien findet nicht mehr taktisch und reaktiv, sondern strategisch und proaktiv statt, da auf Ebene des Gesamtbestands eine Ausrichtung der Immobilienbereitstellung an der Unterneh-

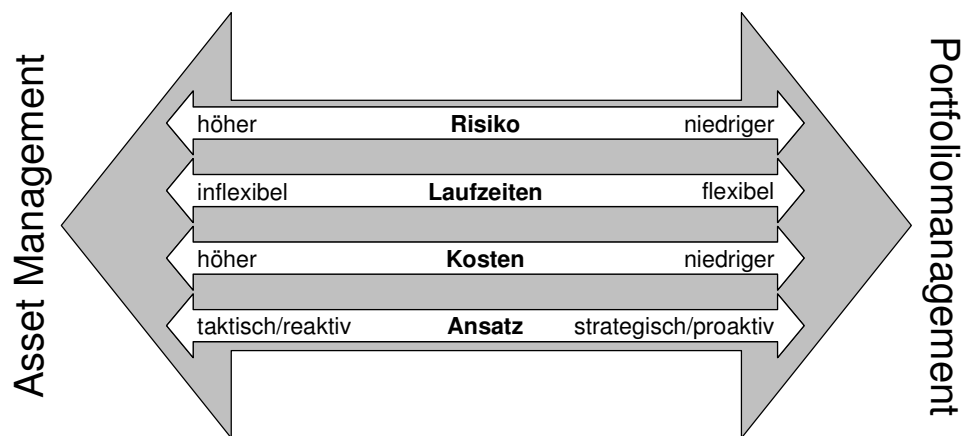
²¹⁴ Vgl. Schäfers, Strategisches Management, S. 123.

²¹⁵ Vgl. Rienmüller, Immobilienschätze, S. 13; Zimmer, Vermarktung, S. 32.

²¹⁶ Gibson et al., Needs & Choices, S. 24.

²¹⁷ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 35.

mensstrategie und der daraus abgeleiteten Immobilienstrategie erfolgt. Corporate Real Estate Portfoliomanagement und Asset Management greifen folglich ineinander.²¹⁸



Quelle: Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 35.

Abbildung 6: Zielerreichung durch Asset Management und Portfoliomanagement

2.2.6.5 Notwendigkeit der Restrukturierung der Immobilienbereitstellung

„[...] changing business, property and capital markets have prompted many traditional non-real estate corporations to re-examine their property holdings, and in particular commercial real estate, both as an operating business and as an asset class.“²¹⁹

Die Anmietung von Flächen gewinnt gegenüber der Bereitstellung von Eigentum an Bedeutung.²²⁰ Im Rahmen einer Studie konnte nachgewiesen werden, dass seit 1989 ein definitiver Trend zur Verlagerung von der Eigennutzung zur Anmietung von Unternehmensimmobilien besteht.²²¹ Die sich beschleunigende Veränderung der Rahmenbedingungen erfordert eine schnelle Reaktionsfähigkeit von Unternehmen und somit eine ständige Anpassung der Unternehmensinfrastruktur.²²² Dies ist insbesondere bzgl. inflexibler Ressourcen wie Unternehmensimmobilien eine Herausforderung. „These changes in the organisational infrastructure result in dynamics of demand, which in turn create a glaring contrast with buildings, which are by nature long lasting, rather static products. These conflicting developments result in a mismatch of what is needed and

²¹⁸ In der Praxis werden die Corporate Real Estate Portfoliomanagement- und Asset Management-Funktion häufig kombiniert, da die Verknüpfung Effizienzvorteile aufweist. Vgl. Bomba, Corporate Real Estate Portfolio Management, S. 106.

²¹⁹ Liow/Ooi, Analysis and Management, S. 241.

²²⁰ Vgl. Kadefors/Bröchner, Relations, S. 278.

²²¹ Vgl. Woollam, Flexibility, S. 74. Die Präferenz für die Bereitstellung durch Anmietung konnte auch im Rahmen einer bereits 1992 durch Ernst & Young und die National Association of Corporate Real Estate Executives (NACORE) in den USA durchgeführten Studie nachgewiesen werden. Vgl. Sraeel, Flexibility, S. 25.

²²² Vgl. Dewulf/van der Schaaf, Scenario Planning, S. 19; Becker/Sims, Managing Uncertainty, S. 5-7.

what exists.“²²³ „The long lead times required for most real estate requirements coupled with shortening business cycles have turned many of these assets into liabilities.“²²⁴ Die Lösung des Problems einer Diskrepanz zwischen Immobilienbereitstellung und Immobilienbedarf ist das primäre Ziel des Corporate Real Estate Managements.²²⁵ Durch die Steuerung auf Portfolio- und Asset-Ebene, die dieses Bedürfnis nach flexiblen Flächen berücksichtigt, können sowohl die Kosten der Immobilienbereitstellung gesenkt als auch Chancen schneller wahrgenommen werden.²²⁶

Die Zunahme der Immobilienbereitstellung durch Anmietung ist jedoch nicht nur auf das zunehmende Flexibilitätsbedürfnis, sondern insbesondere auch auf den Druck seitens des Kapitalmarktes zurückzuführen, die Kapitalbindung in Immobilien erheblich zu verringern.

Die Notwendigkeit zur Desinvestition resultiert zudem aus Konsolidierungs- und Rationalisierungsmaßnahmen sowie zunehmendem Outsourcing und Standortverlagerungen, die mit einem Rückgang des Bedarfs an vorhandenen Flächen einhergehen.²²⁷ Infolgedessen werden CREM-Einheiten immer häufiger mit der schrittweisen Verwertung und der Identifikation optimaler Exit-Strategie beauftragt.²²⁸

Die Immobilienbereitstellung wird zunehmend durch Property Outsourcing-Transaktionen an die Bedürfnisse des Unternehmens angepasst.²²⁹ Die Kenntnis des Portfolios und der Potenziale einzelner Objekte sowie des zukünftigen Bedarfs sind wesentliche Voraussetzungen für das Gelingen von Desinvestitionstransaktionen, da sie die Identifikation potenzieller Investoren ermöglichen und die Verhandlungsposition erheblich verbessern können.²³⁰

2.2.6.6 Fehlendes Managementinstrumentarium zur Steuerung des Immobilienbestands von Non-Property Companies

Die bisherige Corporate Real Estate-Forschung hat bislang hauptsächlich Analyseinstrumente für die Beurteilung einzelner Objekte hervorgebracht, während nur sehr we-

²²³ Dewulf/van der Schaaf, Scenario Planning, S. 19.

²²⁴ Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 4.

²²⁵ Vgl. Dewulf/van der Schaaf, Scenario Planning, S. 19.

²²⁶ Vgl. Gibson, Property Portfolio Dynamics, S. 150; Becker, Integrated Portfolio Strategies, S. 296.

²²⁷ Vgl. O'Roarty, Flexible Space, S. 71; Spee/Douw, Location Strategies, S. 32-34; Mackay/Kessler-Park, Disposal of Special-Purpose Assets, S. 9.

²²⁸ Vgl. Gibson, Property Portfolio Dynamics, S. 150.

²²⁹ Vgl. Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 34.

²³⁰ Vgl. McNamara, Future Role, S. 125-127.

nig Forschung bezüglich des Managements von Gesamtbeständen betrieben wurde.²³¹ Das Corporate Real Estate Portfoliomanagement geht einen Schritt weiter: der gesamte Immobilienbestand kann so gesteuert werden, dass – wie auch beim Portfoliomanagement institutioneller Immobilieninvestoren – ein größerer Wertbeitrag geschaffen werden kann als durch das separate Management einzelner Objekte.²³²

Die strategische Steuerung der Immobilienbereitstellung und das Portfoliomanagement sind somit zunehmend an Bedeutung gewinnende Schlüsselkompetenzen des Corporate Real Estate Managements.²³³ „Given the increasing importance and impact of shareholder value and corporate finance it is somewhat strange that within the real estate industry the prime and almost sole perspective is still aimed at the real estate investment portfolio. Corporate real estate portfolios are hardly addressed.“²³⁴ „A theoretical underpinning for occupation decisions does not exist.“²³⁵

Viele Forscher und Praktiker merken an, dass erheblicher Forschungsbedarf in Bezug auf ein konzeptionelles Modell und korrespondierende Instrumente für das Management der Immobilienbestände von Non-Property Companies besteht.²³⁶ „Corporate Real Estate Management must move toward developing a strategic approach involving principles and practices of general management to develop a proactive, comprehensive, and portfolio-wide decisionmaking process,[...] a more formal and systematic approach.“²³⁷ „A classic ‚five-year‘ master plan has little place in today’s fast-paced business environment. What is needed is a set of broad planning solutions that provide a

²³¹ Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 164.

²³² Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 164.

²³³ Vgl. Bon/Gibson/Luck, CREMRU-JCI Survey 1993-2002, S. 159 f. sowie Gibler/Black/Moon, Corporate Real Estate Strategy, S. 256.

²³⁴ Vgl. Krumm/de Vries, Value Creation, S. 61.

²³⁵ Price, Productivity, S. 3.

²³⁶ Vgl. bspw. Then, The Role of Real Estate Assets, S. 273; Scruggs, Beyond Outsourcing, S. 690 f.; Veale, Managing Corporate Real Estate Assets, S. 19; Gondring/Feldhoff, Corporate-Real-Estate-Management, S. 7; Duckworth, Planning and Control, S. 507; Tranfield/Denyer/Burr, Long-Term Assets, S. 278. „Suddenly, real estate and infrastructure are being understood as assets requiring active stewardship, which should be made to work for the business in the same way as other assets. Specifically how this might be achieved, and particularly what constitutes an appropriate methodology for ensuring the alignment of corporate and infrastructure strategies has remained an open question.“ Tranfield/Denyer/Burr, Long-Term Assets, S. 278. „[...] more attention should be given to the development of tools for monitoring real property performance.“ Duckworth, Planning and Control, S. 507.

²³⁷ Veale, Managing Corporate Real Estate Assets, S. 1 und S. 19.

„fit“ with the corporate strategic direction and can be tailored as future needs become apparent.“²³⁸

Es bedarf neuer Instrumente, die es der Corporate Real Estate-Einheit erlauben, proaktiv mit sich abzeichnenden Veränderungen umzugehen.²³⁹ Auch GIBSON ET AL. sowie FITZPATRICK ET AL. bestätigen, dass eine wesentliche Ursache für die inkrementelle Vorgehensweise der Mangel an Methoden für die Optimierung der Bereitstellung von Unternehmensimmobilien ist.²⁴⁰

Die Notwendigkeit eines umfassenden Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Konzeptes wurde seit Beginn der jährlichen Befragung „Annual Survey of Corporate Real Estate Practices“ konstant bestätigt. Über den gesamten Zeitraum von zehn Jahren wurde das Portfoliomanagement als eines der wesentlichsten Instrumente des Corporate Real Estate Managements der Zukunft beurteilt.²⁴¹ Dies weist eindeutig darauf hin, dass bislang keine Entwicklung eines standardisierten Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Konzeptes stattgefunden hat.²⁴²

2.2.7 Voraussetzungen für ein effektives Management der Unternehmensimmobilien

2.2.7.1 Leistungsfähiges Immobilien-Managementinformationssystem

Das proaktive Management von Unternehmensimmobilien kann nur dann nachhaltig betrieben werden, wenn verlässliche Informationen über den Immobilienbestand vor-

²³⁸ Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 232. Auch PFNÜR/SCHÄFER/ARMONAT bemerken: „These units have no means of comparing utility from an owner perspective with utility from a user perspective. Ultimately, this leads to a feeling of insufficient room to manoeuvre and to apply solutions for an optimisation of the corporate property portfolio.“ Pfnür/Schäfer/Armonat, Real Option, S. 248.

²³⁹ Vgl. Joroff, Management Strategies, S. 5.

²⁴⁰ Vgl. Gibson et al., Needs & Choices, S. 1 sowie Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 3, 16, 30 und S. 36.

²⁴¹ Vgl. Bon/Luck, CREMRU-JCI 2002 Technical Report, S. 7. Die Bedeutung, die dem Corporate Real Estate Portfoliomanagement beigemessen wird, wird insbesondere daran deutlich, dass das Portfoliomanagement von Anbeginn der jährlichen Befragung stets unter den ersten drei Prioritäten aus einer Gesamtliste von über 30 wählbaren Gebieten lag. Die anderen beiden Themengebiete, die ebenfalls stetig unter den ersten drei Rängen lagen, waren zudem „Strategic Planning“ und „Closer Understanding of the Organisation's Business“, Disziplinen, die eng mit dem Portfoliomanagement verknüpft sind. Vgl. Varcoe, Portfolio Management, S. 114. Auch eine kürzliche Befragung von 1093 deutschen Non-Property Unternehmen durch CB Richard Ellis mit einer Rücklaufquote von 10 % ergab, dass ein zentrales Portfoliomanagement als eine der drei Kernaufgaben des Corporate Real Estate Managements angesehen wird. Vgl. Friedemann, Immobilienkompetenzen, S. 47. TAY konnte zudem empirisch nachweisen, dass der wesentliche Faktor mit direktem Einfluss auf die Performance von Unternehmensimmobilien – neben der Existenz einer Corporate Real Estate-Einheit – die Planung der Bereitstellung ist. Vgl. Tay, Corporate Real Estate Performance, S. 20.

²⁴² Vgl. Varcoe, Portfolio Management, S. 114.

liegen und innerhalb möglichst kurzer Zeit abrufbar sind.²⁴³ Denn nur dann können – insbesondere bei komplexen und großvolumigen Immobilienbeständen – unterschiedliche Annahmen und Handlungsalternativen anhand verschiedener Szenarien getestet werden.²⁴⁴

Eine zweckmäßige Datenbasis sollte alle für das Corporate Real Estate Management wesentlichen Aspekte enthalten. Dies betrifft nicht nur immobiliespezifische Informationen wie funktionale Charakteristika der Immobilien, Nutzungsdaten, Verfügungsrechte, Kosten- und Finanzdaten, Performance-Kennzahlen etc. sowie Marktdaten²⁴⁵, sondern auch entscheidungsrelevante unternehmensbezogene Daten wie Personalplanungsdaten und finanzwirtschaftliche Informationen, um die Handlungsoptionen und ihre Ergebniswirksamkeit aufzuzeigen.²⁴⁶ Regelmäßig von mehreren Nutzern verschiedener Perspektiven verwendete Informationen sind im Allgemeinen von größtem Wert für die Portfoliosteuerung.²⁴⁷

Die spezifischen Anforderungen an die Inhalte eines Immobilien-Informationssystems unterscheiden sich je nach Geschäftstätigkeit des Unternehmens. Das britische Einzelhandelsunternehmen Boots the Chemists beispielsweise verfügt über eine umfassende Datenbank, die sowohl absatzmarkt- als auch immobilienbezogene Daten von Shopping Center-Objekten enthält. Derartige Daten werden seit 45 Jahren gesammelt und aktualisiert. Auf dieser Basis können Manager ableiten, welcher Mietermix den Umsatz welcher Produkte maximiert, welcher Standort den Unternehmenswert maximiert und welchen Einfluss eine Veränderung des Mietermixes auf den Unterneh-

²⁴³ Vgl. McBlaine/Moritz, Outsourcing, S. 62; Bomba, Corporate Real Estate Portfolio Management, S. 109; Weatherhead, Property Issues, S. 9; Roberts/Daker, Information and Innovation, S. 234 und S. 235 f. sowie Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 37.

²⁴⁴ Vgl. Roberts/Daker, Information and Innovation, S. 234. Dies gilt insbesondere für den Vergleich von Bereitstellungsalternativen, da sämtliche immobilienbezogenen Kosten einzubeziehen sind. Vgl. Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 35.

²⁴⁵ Die Berücksichtigung von Immobilienzyklen und Marktentwicklungen in Bezug auf Nutzerbedürfnisse ist ein wesentlicher Erfolgs- und Kostenfaktor. Vgl. Rottke/Wernecke, Real Estate Management, S. 14 sowie Rottke/Wernecke, Management im Immobilienzyklus, S. 15.

²⁴⁶ Vgl. Bomba/McMahan, Portfolio Alliance, S. 5; Zappile, Quality Process Approach, S. 220; Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 228 und S. 230; Lubieniecki/Desrocher, Performance Scorecard, S. 42 f.; Gibson et al., Needs & Choices, S. 6-20; Braschel/Scheins, Professionelles Immobilienmanagement, S. 15; Klinker, Portfolio-Management, S. 6; Becker, Integrated Portfolio Strategies, S. 297; Arend, Automating, S. 490. „In a business environment where real estate contracts and construction budgets are often set before a project even has a defined scope, strategic data tools can make the difference between a shot in the dark and an informed decision.“ Keller/Keller, Strategic Efficiency, S. 142.

²⁴⁷ Vgl. Bon, Immobilienstrategien, S. 195.

mentenswert hat.²⁴⁸ Es ist unverkennbar, welche Wettbewerbsvorteile eine derart umfassende Datenbasis in Verbindung mit verschiedenen Prognosetechniken schaffen kann. Ähnliche Vorteile können produzierende Unternehmen durch die Auswahl kostenminimierender Standorte schaffen, Dienstleistungsunternehmen können den Einfluss der Standortwahl auf die Verfügbarkeit von Humankapital erklären etc.

Bei vielen Unternehmen liegen bezüglich der Immobilieninformationssysteme und ihrer Inhalte noch erhebliche Defizite vor.²⁴⁹ Doch unzulängliche Prozesse und Informationslücken lenken Immobilienverantwortliche von ihrer eigentlichen Aufgabe – der Durchführung von Planungen und Prognosen sowie Relationship Management zur Optimierung des Immobilienportfolios – ab. In der Folge werden Corporate Real Estate-Einheiten als langsam, reaktiv und bürokratisch wahrgenommen. Zudem wirkt sich eine schlechte Reaktions- bzw. Antizipationsfähigkeit negativ auf den Unternehmenswert aus.²⁵⁰ Angesichts einer mangelhaften Datenbasis können weder Risiken noch Kosten gemessen werden.²⁵¹

Immobilieninformationssysteme haben sich in den letzten Jahren erheblich verbessert und ermöglichen die Echtzeit-Erhebung von Daten, die für Analysen zum Zwecke der Portfoliooptimierung benötigt werden²⁵² und dem Immobilienverantwortlichen einen Rückschluss auf die Auswirkungen der Umsetzung strategischer Maßnahmen auf die Performance des Immobilienbestands ermöglichen, damit diese kontinuierlich verbes-

²⁴⁸ Vgl. Weatherhead, Property Issues, S. 9.

²⁴⁹ Vgl. Gibson et al., Needs & Choices, S. i; Becker, Integrated Portfolio Strategies, S. 297; Weatherhead, Property Issues, S. 9; Roberts/Daker, Information and Innovation, S. 227; O'Mara, Demand Forecasting, S. 124; Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 35 und S. 45. WEATHERHEAD bezeichnet Immobilien, deren Existenz erst im Rahmen einer Neuausrichtung des Immobilienmanagements zu Tage tritt als „Dark Properties“. Vgl. Weatherhead, Property Issues, S. 9. „[...] there have been some stories of lost property in the real sense!“ Davis, Outsourcing Contracts, S. 306. McDONAGH gibt eine Übersicht über Studien, die Defizite bzw. die Abwesenheit von Immobilieninformationssystemen nachweisen. Vgl. McDonagh, Performance, S. 4.

²⁵⁰ Vgl. Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 227 f. „Clearly, the potential opportunity costs and business impacts of a 12-month delay in occupancy time frames can be substantial.“ Acoba/Foster, Aligning Corporate Real Estate, S. 149.

²⁵¹ Vgl. Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 45.

²⁵² Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 4; Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 227.

sert werden kann.²⁵³ Bereits heute werden Informationssysteme eingesetzt, die die Verfügbarkeit dieser Daten gewährleisten.²⁵⁴

Die Performance-Messung im Flächenbestand geht teilweise so weit, dass die Auslastung einzelner Arbeitsplätze jederzeit festgestellt werden kann.²⁵⁵ Ein derartiges System zur Auslastungskontrolle hat PricewaterhouseCoopers weltweit in 100 Büros installiert. Dies ermöglicht es dem Unternehmen, die kurzfristige Immobilienbereitstellung auf einer fundierten Basis zu adjustieren. Infolgedessen kann eine Bürobelegungsrate von gut 90 % jederzeit gewährleistet werden.²⁵⁶ Auch andere Unternehmen verfügen über Computer Aided Facility Management (CAFM)-Systeme, die der Unterstützung des taktischen und strategischen Portfoliomanagements dienen, indem sie Performance-Kennzahlen über die Flächenbereitstellung und -nutzung unterschiedlicher Flächenkategorien vorhalten.²⁵⁷ Doch nur auf Immobilien beschränkte Informationssysteme gewährleisten – wie oben bereits erwähnt – keine effektive Steuerung des Portfolios. Auf die Immobilienbereitstellungsplanung ausgelegte Informationssysteme, die beispielsweise Informationen aus dem Personalbereich integrieren, verbessern die Entscheidungsfindung erheblich.²⁵⁸ Enterprise Resource Planning (ERP) Software integriert die Informationen aller Funktionsbereiche des Unternehmens.²⁵⁹

²⁵³ Vgl. Bon, Principles, S. 9 f. „[...] our most important task [...] is the development of management tools that can help close the feedback loop between managerial action and property performance.“ Bon/McMahan/Carder, Property Performance Measurement, S. 213. Im Rahmen einer Umfrage durch CoreNet Global gaben 80 % der 50 befragten Immobilienführerkräfte an, bis 2010 mit der Echtzeitverfügbarkeit von Informationen über die finanzielle Lage des Gesamtbestands zu rechnen. 72 % glauben, dass bis 2010 zudem die Performance des Portfolios im Vergleich zu Industriestandards und im Vergleich zu unternehmensspezifischen Zielen ohne zeitliche Verzögerung abgefragt werden kann. Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 17.

²⁵⁴ Vgl. Lubieniecki/Desrocher, Performance Scorecard, S. 42. Laut einer weiteren Studie, die ebenfalls von CoreNet Global gemeinsam mit Gallup unternommen wurde, verfügen bereits heute 68 % der Befragten über Systeme, die die Echtzeit-Performancemessung auf Ebene des Gesamtportfolios ermöglichen Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 17 und S. 58. BECKER schätzt jedoch die Anzahl der Unternehmen, die derartig fortschrittliche Systeme implementiert haben, als gering ein. Vgl. Becker, Integrated Portfolio Strategies, S. 297. „Few companies have access to real-time data systems that show where space is located and what its occupancy and density patterns are“ Becker, Integrated Portfolio Strategies, S. 297.

²⁵⁵ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 18.

²⁵⁶ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 36.

²⁵⁷ So z.B. BP America, Inc. und Dow Jones & Co. Vgl. o.V., Workplace Performance, S. 33 f.; Keller/Keller, Strategic Efficacy, S. 127. Vgl. auch Mather, Occupancy Planning, S. 181.

²⁵⁸ Vgl. Acoba/Foster, Aligning Corporate Real Estate, S. 156; Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 230 f.

²⁵⁹ Vgl. Englert, Strategic Alignment, S. 25; Acoba/Foster, Aligning Corporate Real Estate, S. 15; Roberts/Daker, Information and Innovation, S. 229. Zur Datensammlung und -organisation vgl. auch Mather, Occupancy Planning, S. 179-187.

BECKER bemängelt, dass Immobilienverantwortliche in der Regel weder über die Personalplanung noch über die grundlegenden Geschäftsvorgänge bzw. -prozesse informiert sind. Denn wenn keine Informationen darüber verfügbar sind, wie lange Teams in bestimmte Typen von Projekten eingebunden sind, wie viele Mitarbeiter in verschiedenen Projektphasen hinzu stoßen oder ausscheiden etc., kann das Portfolio an Unternehmensimmobilien bzw. Arbeitsplätzen nicht effektiv gesteuert werden.²⁶⁰ Das Gleiche gilt für Informationen bzgl. der gesamten Unternehmensstrategie und der Unternehmensfinanzierung. Daher ist die Kommunikation mit den Geschäfts- und Funktionsbereichen des Unternehmens eine zwingende Voraussetzung für eine effektive Steuerung der Unternehmensimmobilien.

2.2.7.2 Integration des Immobilienmanagements in das strategische Management des Unternehmens

Die effektive Steuerung eines Immobilienbestands erfordert eine Reihe von Fähigkeiten und Kompetenzen. Die Anforderungen an Immobilienführungskräfte im Bereich des Corporate Real Estate Managements haben sich von einem primären Fokus auf Immobilienfachwissen verschoben zu Kommunikationsfähigkeit, Kenntnissen strategischer Managementkonzepte, Finanzierungsmethoden und personeller und organisatorischer Aspekte und Innovationsfähigkeit.²⁶¹

2.2.7.2.1 Konstanter Dialog zwischen Immobilien- und Unternehmensbereichen

„All too often, real estate decisions are made to support current needs rather than the future needs of the company.“²⁶² Eine wesentliche Voraussetzung für ein proaktives Corporate Real Estate Management, das den Bedarf der Unternehmensbereiche und Verwertungspotenziale rechtzeitig erkennt und so Risiken reduzieren und Potenziale heben kann, ist ein tief greifendes Verständnis der strategischen Entwicklung des ge-

²⁶⁰ Vgl. Becker, Integrated Portfolio Strategies, S. 297.

²⁶¹ Vgl. Klein, Strategic Facilities Planning, S. 343; Yontz, Real Estate Function, S. 33; Hughes, Corporate Real Estate Teams, S. 16; McNamara, Future Role, S. 124; o.V., Real Estate Planning, S. 402; Krumm/Dewulf/de Jonge, Evolving Structures, S. 62. Häufig erfolgt sogar eine Zusammensetzung des Corporate Real Estate Teams aus Spezialisten verschiedener Fachrichtungen, um den interdisziplinären Anforderungen gerecht zu werden. Vgl. Klein, Strategic Facilities Planning, S. 343; White, Corporate Real Estate Strategies, S. 73.

²⁶² Chirgwin, Organisational Model, S. 138. Vgl. auch Wood, Building Profits, S. 61-63.

samen Unternehmens und der Geschäftsbereiche.²⁶³ Dies entspricht einem Wandel von einem ehemals funktionalen Ansatz (Bauabteilung, Hausmeisterfunktion etc.) zum Fokus der Aktivitäten auf die Unternehmensstrategie.²⁶⁴ Auf Basis des Verständnisses der Geschäftstätigkeit können Immobilienkonzepte erarbeitet werden, die die Unternehmensstrategie unterstützen und deren Wert durch finanzwirtschaftliche Analysen ermittelt werden kann.²⁶⁵

Ein derartiges, proaktives Managementkonzept bedarf einer Integration des Corporate Real Estate Managements durch einen konstanten zweiseitigen Dialog²⁶⁶, einerseits von Seiten des Unternehmens, um die Corporate Real Estate-Einheit über die zukünftige Geschäftsentwicklung zu informieren und damit den zukünftigen Flächenbedarf in qualitativer und quantitativer Hinsicht zu kommunizieren; andererseits ist von Seiten des Corporate Real Estate Managements zu prüfen, welche Bereitstellungs- und Bewirtschaftungsstrategien unter Berücksichtigung des Bestands den Bedarf optimal decken.²⁶⁷

²⁶³ Vgl. Woollam, Flexibility, S. 73 f.; Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 37; Chirgwin, Organisational Model, S. 138 und S. 141; Englert, Strategic Alignment, S. 27; Carr/Black/Rabianski, Operational and Organizational Issues, S. 284; Yontz, Real Estate Function, S. 30 und S. 33; Gillies/Dow, Trends and Challenges, S. 253 f. Die Rolle der Kommunikation für ein effektives Corporate Real Estate Management wurde bereits 1989 im Rahmen einer Mitgliederbefragung des IDRC belegt. Vgl. Pittman/Parker, Corporate Real Estate Performance, S. 111.

²⁶⁴ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 37; Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 46.

²⁶⁵ Vgl. Englert, Strategic Alignment, S. 27. „This means financially modeling the expected results of integrating asset, occupancy, and workplace strategy.“ Englert, Strategic Alignment, S. 27.

²⁶⁶ Relationship Manager der Corporate Real Estate-Einheit sollten die Geschäftsbereiche über Veränderungen der Immobilienstrategie informiert halten und aufzeigen, wie es die Geschäftsbereiche betreffen könnte. Vgl. Yontz, Real Estate Function, S. 33. „[...] a good relationship with the businesses [...] is important not only to receive high quality information in a timely manner, but help to raise awareness within the businesses of the various real estate decisions which need to be made as well as of ways to use the workplace to enable competitive advantage.“ O'Mara, Demand Forecasting, S. 130. Vgl. auch Joroff, Rationalise, S. 95. Zudem dient die Kommunikation mit den Geschäftsbereichen auch der Kontrolle der Immobiliennutzung. Vgl. Arend, Space Demand Forecasting, S. 673-675; O'Mara, Demand Forecasting, S. 130.

²⁶⁷ Vgl. Then, The Role of Real Estate Assets, S. 274; Then, Enabling Resource, ohne Seite; Acoba/Foster, Aligning Corporate Real Estate, S. 148; Yontz, Real Estate Function, S. 30 und S. 33; Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 139. Im Rahmen des Immobilienmanagements sind zudem immobilienbezogene Daten zu erheben, die wesentlichen Einfluss auf den Geschäftserfolg haben. Bspw. sollten Daten bzgl. der künftigen Mietentwicklung erhoben und Analysen bzgl. der Auswirkung des Auslaufens von Mietverträgen und einhergehender Neuverhandlungen auf die Rentabilität der betroffenen Geschäftsbereiche geprüft werden. Es ist Aufgabe des Immobilienmanagements, Marktentwicklungen zu prognostizieren und den Geschäftsbereichen Handlungsbedarf zu signalisieren. Bei Einzelhandelsflächen bspw. ist stets zu prüfen, wie profitabel Standorte bei der aktuellen Marktmiete operieren würden. Vgl. Weatherhead, Property Issues, S. 15.

Dieser konstante Dialog sollte auf Ebene der Unternehmensführung, der Funktionsbereiche, der Geschäftseinheiten und auf lokaler Ebene stattfinden.²⁶⁸ Ein Mitglied der Unternehmensführung oder dessen Vertreter sollte als Immobilienverantwortlicher ständigen Kontakt mit der Leitung des Immobilienmanagements halten.²⁶⁹ Durch seine Einbindung und aktive Partizipation kann gewährleistet werden, dass die umfassende, ganzheitliche Perspektive des Unternehmens bei der Entwicklung und Umsetzung der Immobilienstrategie einbezogen wird.²⁷⁰ „The primary concern of CREM is to establish and maintain a close match between an organization's business and property strategies. This is why the CREO [corporate real estate officer] needs to report directly to the organization's summit, where its overall strategy is formulated and maintained.“²⁷¹

Weiterhin sollten Relationship Manager (auch: Client Account oder Key Account Manager²⁷²) der Corporate Real Estate-Einheit einen ständigen Dialog mit den Unternehmensbereichen aufrechterhalten; damit stellen sie das kritische Bindeglied zwischen den Strategien der Geschäftseinheiten und der Bereitstellungsstrategie her.²⁷³ Idealerweise unterstützt der Immobilienbereich die Geschäftsbereiche mit Analysen und Empfehlungen, um die Ausrichtung der Bereitstellungsstrategie an der Unternehmensstrategie zu gewährleisten und Kostensenkungspotenziale aufzuzeigen, und assistiert so bei der Planung und Einführung oder Expansion von Produkten.²⁷⁴ Dem Relationship Manager obliegt weiterhin die Kommunikation finanzwirtschaftlicher Auswirkungen immobilienbezogener Entscheidungen.²⁷⁵ Zudem berät er Führungskräfte in immobilienbezogenen Fragen bei der Formulierung von Strategien und wird somit Teil des strate-

²⁶⁸ Vgl. Chirgwin, Organisational Model, S. 141; O'Mara, Demand Forecasting, S. 126. „A series of discussions should be held with senior management – from CFO [chief financial officer] or CEO [chief executive officer] to business-unit leads, and support functions (finance/treasury, tax and human resources). Through these discussions, corporate direction and strategy will be extracted, clarified, reconfirmed, articulated, accepted and embraced.“ Lubieniecki/Desrocher, Performance Scorecard, S. 47.

²⁶⁹ Vgl. Mount, Strategic Facilities Planning, S. 1.

²⁷⁰ Vgl. Osgood, Strategy Alignment Model, S. 115.

²⁷¹ Bon/McMahan/Carder, Property Performance Measurement, S. 209.

²⁷² Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 164 sowie Interview vom 18.1.2005 mit Herrn Volker Dittmeier, Sireo Real Estate Asset Management GmbH.

²⁷³ Vgl. White, Corporate Real Estate Strategies, S. 68; Acoba/Foster, Aligning Corporate Real Estate, S. 154; Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 228; Yontz, Real Estate Function, S. 30.

²⁷⁴ Vgl. Acoba/Foster, Aligning Corporate Real Estate, S. 160; Chirgwin, Organisational Model, S. 141; Yontz, Real Estate Function, S. 33.

²⁷⁵ Vgl. Chirgwin, Organisational Model, S. 141. „These individuals are also responsible for communicating the financials associated with the real estate supporting their particular business; updating the most significant capital projects; and ensuring that these projects remain in alignment with the business strategies.“ Chirgwin, Organisational Model, S. 141.

gischen Entscheidungsprozesses.²⁷⁶ Auf lokaler Ebene ist die strategische Entwicklung jedes Geschäftsbereichs zu erfassen. Dadurch können Flächennutzungspläne aufgestellt werden, die für jeden Teilmarkt die Nachfrage mit dem Flächenangebot abgleichen.²⁷⁷

Die Zusammenarbeit mit anderen Funktionsbereichen wie dem Personal-, dem IT- und insbesondere dem Finanzbereich ist für die adäquate Immobilienbereitstellung und somit für die Gewinnung und Erhaltung strategischer Wettbewerbsvorteile von wesentlicher Bedeutung.²⁷⁸ „The strategically focused [corporate real estate] organisation is one that has gone beyond simply delivering quality customer service in a cost-effective manner to establish a true partnership with the business units and the organisation's executive leadership.“²⁷⁹

2.2.7.2.2 Berücksichtigung der Unternehmensimmobilie als Financial Asset im Rahmen der Unternehmensfinanzierung

„Property is unique among business resources as it frequently influences the effectiveness of both operational management and corporate finance.“²⁸⁰ Aufgrund der Eigenschaft der Unternehmensimmobilie als Betriebsmittel und kapitalintensives „financial asset“²⁸¹ spielen Immobilien eine wesentliche Rolle für die Finanzierungsstruktur eines Unternehmens und beeinflussen finanzwirtschaftliche Parameter wie Eigenkapitalkosten, Fremdkapitalkosten, systematisches Risiko und Bilanzrelationen.²⁸² Infolgedessen muss die Immobilienbereitstellung in die Finanzierungsstrategie des Unternehmens in-

²⁷⁶ Vgl. Acoba/Foster, Aligning Corporate Real Estate, S. 149; Chirgwin, Organisational Model, S. 140.

²⁷⁷ Vgl. Chirgwin, Organisational Model, S. 141. „Facility Planning is a decentralised group which is accountable for managing the relationships of the senior managers within each market. Through interactions with the Business Partners and the local senior management team, they have a clear understanding of the strategic direction of each line of business. By leveraging this knowledge, these individuals develop space utilisation outlooks which, within each market, graphically align the business demand with the facility supply. These individuals are also responsible for identifying areas where, through a series of initiatives, future growth or consolidation can occur.“ Chirgwin, Organisational Model, S. 141.

²⁷⁸ Vgl. Acoba/Foster, Aligning Corporate Real Estate, S. 151 und S. 160 f.; Mount, Strategic Facilities Planning, S. 2; Joroff, Rationalise, S. 94; Englert, Strategic Alignment, S. 4; Keller/Keller, Strategic Efficacy, S. 130.

²⁷⁹ Acoba/Foster, Aligning Corporate Real Estate, S. 160. Bei der Fleet Financial Group bspw. wird auf jeder Führungsebene ein Mitarbeiter der Corporate Real Estate Management-Abteilung Mitglied der des Führungsteams des jeweiligen Bereichs, um eine optimale Kommunikation zu gewährleisten und der Bedeutung der Immobilie als Betriebsmittel und Kostenfaktor gerecht zu werden. Vgl. Chirgwin, Organisational Model, S. 141.

²⁸⁰ Weatherhead, Property Issues, S. 6. Vgl. auch Bryan, Sale-Leasebacks, S. 19.

²⁸¹ „Property is a unique resource in being both a source and an application of funds.“ Morgan, Impact, ohne Seite.

²⁸² Vgl. Miles/Pringle/Webb, Modeling, S. 51 und S. 55.

tegriert werden.²⁸³ Aus diesem Grund wird die Corporate Real Estate-Einheit in der Praxis häufig direkt dem Finanzvorstand unterstellt.²⁸⁴

Die Kenntnis der Finanzierungsstrategie und der Kapitalmarktbewegungen ist eine wesentliche Voraussetzung für die Entwicklung und Umsetzung von Immobilienbereitstellungsstrategien, denn die Verfügbarkeit von Kapital, die Finanzierungskosten und die finanziellen Zielsetzungen des Unternehmens haben wesentlichen Einfluss auf Immobilienbereitstellungsentscheidungen. Vorliegende Kapitalreserven resultieren oftmals in einer Entscheidung zum Erwerb von Immobilien, während Kapitalbedarf im Kerngeschäft zur Anmietung von Immobilien und zur Restrukturierung der Immobilienbereitstellung beiträgt.²⁸⁵ Liegen hingegen günstige Refinanzierungsbedingungen vor, wird die Aufnahme zusätzlichen Kapitals tendenziell einer Monetarisierung langfristig betriebsnotwendiger Unternehmensimmobilien vorgezogen.²⁸⁶

2.3 Zusammenfassung

Unternehmensimmobilien werden im Rahmen dieser Arbeit als sämtliche von einer Non-Property Company genutzten und ungenutzten Immobilien betrachtet, an denen das Unternehmen ein Verfügungsrecht besitzt, da sämtliche dieser Immobilien eines aktiven Managements bedürfen und in die Planung der Immobilienbereitstellung einzu beziehen sind. Eine Systematisierung kann nach objektbezogenen Kriterien wie Nutzungsart, Lage und Größe, jedoch insbesondere auch nach der strategischen Bedeutung der Immobilie für das Unternehmen, nach der Betriebsnotwendigkeit und nach den Verfügungsrechten erfolgen.

Das Corporate Real Estate Management als Konzept für die aktive Steuerung von Unternehmensimmobilien kann als mehrstufiges Konzept begriffen und gestaltet werden, das ausgehend von der Unternehmensstrategie und der daraus abgeleiteten Immobilienstrategie die strategische Steuerung auf Ebene des Gesamtbestands sowie nachfolgend auf Ebene der Einzelobjekte vorsieht. Das letzte Glied in dieser hierarchischen

²⁸³ Vgl. Liow, Performance, S. 122. „By virtue of the large capital intensity, CRE decisions and corporate finance are closely linked. This is largely because real estate assets have a significant impact on the firm's credit facility, its financial statements and its operating economics.“ Liow/Ooi, Analysis and Management, S. 244.

²⁸⁴ Dies ist bspw. bei Deutsche Telekom, Shell International, Whirlpool und Kodak der Fall. Vgl. Interview vom 18.1.2005 mit Herrn Volker Dittmeier, Sireo Real Estate Asset Management GmbH; Kadzis, Shell Real Estate, ohne Seite; Kadzis, Whirlpool's Global Asset Positioning Tool, ohne Seite; Russell, Property Puzzle, S. 42. Vgl. auch Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 50.

²⁸⁵ Vgl. Kahn, Lease Management, S. 371.

²⁸⁶ Vgl. Interview vom 18.1.2005 mit Herrn Volker Dittmeier, Sireo Real Estate Asset Management GmbH.

Konzeption bilden die operativen Funktionen kaufmännisches, technisches und infrastrukturelles Facilities Management, Transaktionsmanagement und Projektentwicklung. Der Entwicklung eines derartig ausgestalteten mehrstufigen Konzeptes bedarf es aus verschiedenen Gründen: Einerseits wächst mit den Unternehmen auch deren Immobilienbestand und damit dessen Komplexität, so dass Optimierungspotenziale nur auf Basis eines mehrstufigen Konzeptes erkannt und gehoben werden können. Andererseits findet nach wie vor in vielen Unternehmen eine unzureichende Verknüpfung von Unternehmens- und Immobilienplanung statt, die durch eine hierarchische Gliederung mit klar vorgegebenen Kompetenzen erheblich verbessert werden kann. Durch die Einführung einer Portfoliosicht und verschiedener Instrumente der Portfoliosteuerung für Unternehmensimmobilien kann die bislang häufig fehlende Gesamtsicht des Bestands erheblich verbessert werden. Die Notwendigkeit für ein bestandsübergreifendes Konzept erwächst zudem aus der angesichts der zunehmend dynamischen Entwicklung von Unternehmen resultierenden Notwendigkeit einer Restrukturierung der Immobilienbereitstellung. Die Entwicklung eines mehrstufigen Ansatzes – insbesondere eines Portfoliomanagement-Konzeptes für die Immobilienbestände von Non-Property Companies – kann den identifizierten Mangel an Managementinstrumenten beheben.

3 Bereitstellung von Unternehmensimmobilien als Kernaufgabe des Corporate Real Estate Managements

Eine der wichtigsten, nach Meinung einiger Autoren sogar die wichtigste Entscheidung im Rahmen des Corporate Real Estate Managements ist die Wahl zwischen den Bereitstellungsformen Eigentum und Miete, da die Art und Weise, wie Flächen kontrolliert werden können, weitreichende strategische Implikationen hat.²⁸⁷ Im Folgenden werden die Möglichkeiten, Risiken und Zielsetzungen der Bereitstellung von Unternehmensimmobilien dargestellt. Dieser theoretischen Betrachtung folgen eine Untersuchung der Immobilienbereitstellung in der Praxis sowie eine auf verschiedenen empirischen Studien beruhende Analyse der Auswirkungen von Bereitstellungsstrategien auf den Marktwert des Kapitals, insbesondere des Eigenkapitals.

3.1 Formen der Immobilienbereitstellung

3.1.1 Eigentum

3.1.1.1 Begriffsdefinition

Die Bereitstellung durch Eigentum – sei es durch den Kauf eines bereits existierenden Objektes oder durch Projektentwicklung²⁸⁸ – gewährt dem Unternehmen zeitlich unbefristet sämtliche Verfügungsrechte an einer Immobilie, die im Wesentlichen nur durch die öffentlich-rechtlichen Vorschriften des Bauplanungs- und Bauordnungsrechts und evtl. im Grundbuch eingetragene privatrechtliche Beschränkungen²⁸⁹ sowie das Nachbarrecht eingeschränkt werden.²⁹⁰ Daneben sind weitere gesetzliche Vorschriften wie die Denkmalschutzgesetze der Länder, Natur-, Boden-, Wasser- und Immissionschutzgesetze auf Bundes- bzw. Landesebene sowie die Arbeitsstättenordnung etc. zu berücksichtigen.²⁹¹

Entsprechend der Rolle der Immobilie als Unternehmensressource stellt die Investition in Immobilien durch Non-Property Companies keinen Selbstzweck dar, d.h. die Immobilieninvestition erfolgt nicht zum Zwecke der unmittelbaren Einkommensgenerierung,

²⁸⁷ Vgl. O'Mara, Strategy and Place, S. 238 sowie auch Ghyoot, Lease v Buy, S. 1.

²⁸⁸ Zu den Vor- und Nachteilen von Projektentwicklung und Kauf eines existierenden Gebäudes vgl. Schäfers, Strategisches Management, S. 151-165 sowie auch Schäfers, Strategische Ausrichtung, S. 228-231.

²⁸⁹ Vgl. hierzu Thiele-Mühlhahn, Grundbuch, S. 61 f.

²⁹⁰ Vgl. Schulte/Gier/Naubereit, Rechtsordnung, S. 30-34.

²⁹¹ Vgl. Schulte/Gier/Naubereit, Rechtsordnung, S. 33 sowie Pierschke/Pelzeter, Facilities Management, S. 350.

sondern zum Zwecke der Eigennutzung.²⁹² Entsprechend wird die Investition unter der Prämisse der bestmöglichen Unterstützung der Unternehmensziele getätigt.

Folglich werden im Eigentum eines Nicht-Immobilienunternehmens befindliche Immobilien als eigengenutzte Immobilien (englisch: „owner-occupied property“) bezeichnet. Im Gegensatz dazu werden Renditeimmobilien (englisch: „investment property“) zu Kapitalanlagezwecken gehalten und spielen für Non-Property Companies eine untergeordnete Rolle.

Die eigene Investition in Unternehmensimmobilien war historisch gesehen eine übliche Form der Immobilienbereitstellung. Dies spiegelt sich auch in einer Studie von PFNÜR/HEDDEN wider, nach der selbst mehr als zwei Drittel der Verwaltungsimmobilen durch Eigentum bereitgestellt werden.²⁹³

3.1.1.2 Vor- und Nachteile des Eigentums an Unternehmensimmobilien

Der wesentliche Vorteil des Eigentums an einer Immobilie ist die Wahrung der Kontrolle über die Nutzung und deren Veränderbarkeit entsprechend den sich in der Zukunft ergebenden unternehmens- bzw. geschäftsfeldstrategischen Anforderungen.²⁹⁴

Mit diesen Vorteilen gehen jedoch Nachteile auf der Finanz- und evtl. Kostenseite einher: Zum einen verursacht das Eigentum an Immobilien eine hohe Kapitalbindung, zum anderen wirkt es sich angesichts der eingeschränkten Anpassungsfähigkeit an einen rückläufigen Bedarf auch auf die Kostenstruktur des Unternehmens aus, denn Unternehmensimmobilien sind nicht beliebig teilbare Produktionsfaktoren, die hohe Fixkosten verursachen.²⁹⁵ Hieraus ergibt sich bei Fluktuationen in der Nutzungsintensität das Problem überproportional steigender Stückkosten, sofern – was anzunehmen ist – eine Anpassung bei Anmietung schneller möglich ist.²⁹⁶

Eine andere Form der Bereitstellung als die Investition mit eigenen Mitteln ist bei stark auf die Geschäftstätigkeit des Unternehmens ausgerichteten Immobilien schwer mög-

²⁹² Krumm/Linneman, Corporate Real Estate Management, S. 2.

²⁹³ Vgl. Pfnür/Hedden, Corporate Real Estate 2002, S. 9.

²⁹⁴ Vgl. Schäfers, Strategische Ausrichtung, S. 231; Nourse, Flexibility, S. 27; Weatherhead, Property Issues, S. 24.

²⁹⁵ Vgl. Nourse, Vertical Integration, S. 69.

²⁹⁶ Vgl. Schäfers, Strategisches Management, S. 155-157; Krumm/Linneman, Corporate Real Estate Management, S. 2. „Since the buyers of corporate real estate are often other firms in the same industry, the forces that generate one firm's real estate sale decision will frequently also affect competitors. Thus, when a firm wants to sell property out of its corporate portfolio, often its competitors are also trying to reduce their property exposure, causing soft prices.“ Krumm/Linneman, Corporate Real Estate Management, S. 2.

lich, da das Immobilienrisiko in diesem Falle unmittelbar mit dem Schicksal des Unternehmens verknüpft ist, so dass keine Immobilieninvestition im eigentlichen Sinne mehr vorliegt.²⁹⁷

3.1.1.3 Bilanzierung von Unternehmensimmobilien nach HGB, IAS/IFRS und US GAAP

Die Bilanzierung von Unternehmensimmobilien erfolgt im Regelfall gemäß § 247 Abs. 2 Handelsgesetzbuch (HGB) im Anlagevermögen. Lediglich falls sie nicht dazu bestimmt sind, „dauernd dem Geschäftsbetrieb zu dienen“ findet eine Bilanzierung im Umlaufvermögen statt.²⁹⁸ Unabhängig von der Zuordnung zum Anlage- oder Umlaufvermögens sind die Immobilien höchstens mit den Anschaffungs- oder Herstellungskosten anzusetzen, im Falle des Anlagevermögens vermindert um planmäßige und gegebenenfalls außerplanmäßige Abschreibungen.²⁹⁹ In beiden Fällen gilt das Niederstwertprinzip.³⁰⁰

Die International Accounting Standards (IAS) unterscheiden dagegen zwischen Grundstücken des Umlaufvermögens, die im Rahmen der normalen Geschäftstätigkeit zum Verkauf gehalten werden (IAS 2), Grundstücken, die für einen Dritten langfristig erstellt werden (IAS 11),³⁰¹ Grundstücken des Betriebsvermögens, d.h. eigenbetrieblich genutzten Grundstücken für die Herstellung und Lieferung von Leistungen, für Verwaltungszwecke oder zur Vermietung an Betriebsangehörige (IAS 16) und Grundstücken des Finanzanlagevermögens, d.h. Grundstücken, die als Finanzinvestition gehalten werden (IAS 40).³⁰² Daneben gilt der am 31. März 2004 verabschiedete und bereits wirksame IFRS 5, der detaillierte Regelungen zur Bilanzierung von zur Veräußerung bestimmten, langfristigen Vermögenswerten und damit auch von zum Verkauf vorgesehenen Immobilien des Sachanlagevermögens im Sinne des IAS 16 und des IAS 40 enthält.³⁰³ Eine Klassifikation ist der Bewertung und Bilanzierung vorgelagert, da sich

²⁹⁷ Vgl. Weatherhead, Property Issues, S. 6.

²⁹⁸ Vgl. Völker/Enzenhofer, Bilanzielle Aspekte, S. 313; Schulte/Pitschke/Raethel, Immobilien-Rechnungslegung, S. 1018 f.

²⁹⁹ Vgl. vertiefend Schulte/Pitschke/Raethel, Immobilien-Rechnungslegung, S. 1019-1022; Völker/Enzenhofer, Bilanzielle Aspekte, S. 313-316.

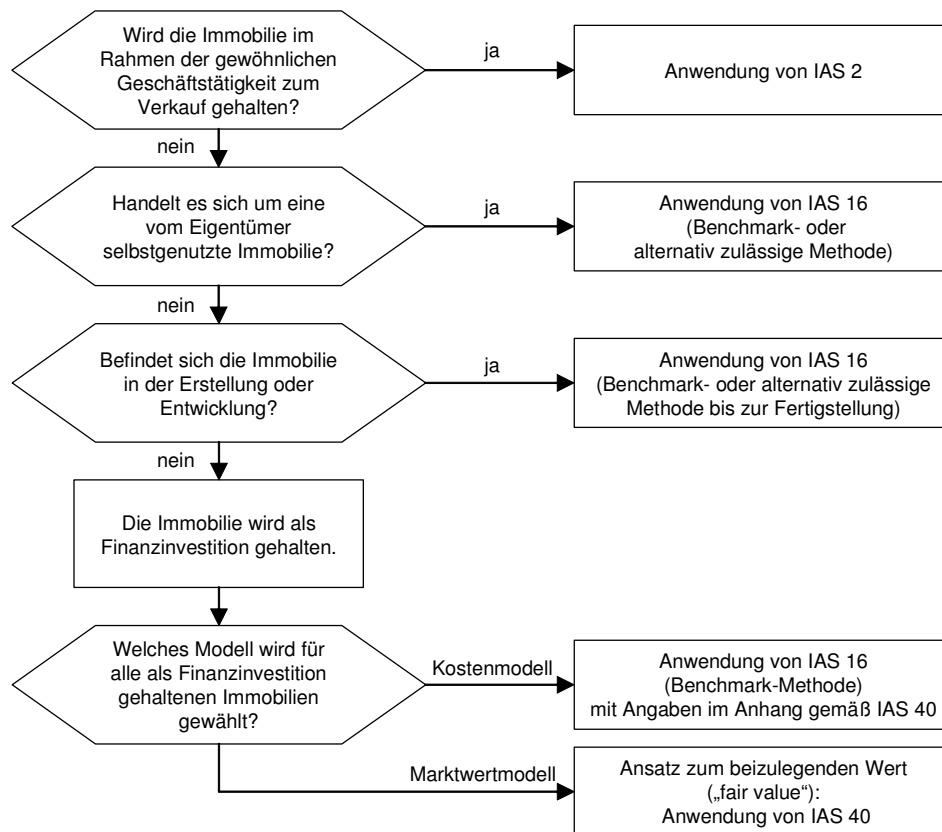
³⁰⁰ Vgl. Schulte/Pitschke/Raethel, Immobilien-Rechnungslegung, S. 1021 f.

³⁰¹ Hierauf wird im Rahmen dieser Arbeit nicht näher eingegangen. Vgl. vertiefend Völker/Enzenhofer, Bilanzielle Aspekte, S. 320-325.

³⁰² Vgl. Kleiber, Konzernbilanzen, S. 45; Völker/Enzenhofer, Bilanzielle Aspekte, S. 316 und S. 320; Böckem/Schurbohm, Klassifizierung, S. 5.

³⁰³ Vgl. Hasenburg, IFRS 5, S. 99. Für eine ausführliche Darstellung der Regelungen des IFRS 5 vgl. Hasenburg, IFRS 5, S. 99-118.

die Bewertung je nach Zweck des Grundstücks unterscheidet.³⁰⁴ Abbildung 7 stellt das der Bilanzierung zugrunde liegende Klassifikationsschema in Form eines Entscheidungsbaums dar, wobei die Anwendung des IFRS 5 noch nicht berücksichtigt wurde.



Quelle: IASB 2002, IAS 40, Anhang A.

Abbildung 7: Klassifikationsschema für die Bilanzierung von Immobilien nach IAS

Für Immobilien des Vorratsvermögens gilt IAS 2, wonach die Bilanzierung zu Anschaffungs- und Herstellungskosten zu erfolgen hat.³⁰⁵ Für unmittelbar und mittelbar betrieblich genutzte Immobilien räumt IAS 16 ein Wahlrecht ein. Die erstmalige Bilanzierung erfolgt zu Anschaffungs- und Herstellungskosten; in den Folgejahren können die Immobilien entweder zum fortgeführten Buchwert (Benchmark-Methode) oder zum Zeitwert („fair value“) auf Grundlage einer alternativ zulässigen Methode bilanziert werden.³⁰⁶ Dieses Wahlrecht gilt auch für „investment properties“ nach IAS 40, die als Finanzanlage gehalten werden; erfolgt jedoch eine Bilanzierung zu fortgeführten Anschaffungs- oder Herstellungskosten, so ist der Zeitwert im Anhang, den „notes“ an-

³⁰⁴ Vgl. Völker/Enzenhofer, Bilanzuelle Aspekte, S. 316; Baumunk/Böckem/Schurbohm-Ebneth, Bilanzierung, S. 354; Weber/Baumunk, Bilanzierung, S. 62.

³⁰⁵ Vgl. Baumunk/Schröder, IAS 2, S. 38.

³⁰⁶ Vgl. Keller/Weber, IAS 16, S. 51-64; Völker/Enzenhofer, Bilanzuelle Aspekte, S. 317 f.

zugeben.³⁰⁷ Das Wahlrecht bzgl. der Bilanzierung ist jeweils einheitlich auszuüben.³⁰⁸ Vermögenswerte mit einer ausreichend konkretisierten Veräußerungsabsicht unterliegen hingegen gemäß IFRS 5 besonderen Bewertungsvorschriften und sind separat auszuweisen.³⁰⁹ Zur Anwendung kommt hier das Niederstwertprinzip, so dass für den Fall, dass der um die Veräußerungskosten reduzierte beizulegende Wert über dem Buchwert liegt, der Buchwert anzusetzen ist. Im umgekehrten Fall ist der Buchwert auf den niedrigeren um die Veräußerungskosten verminderten beizulegenden Zeitwert abzuschreiben.³¹⁰

Die US GAAP (United States Generally Accepted Accounting Principles) differenzieren zwischen betriebsnotwendigen und betriebsneutralen Immobilien; letztere werden separat unter „other assets“ ausgewiesen. Weiterhin erfolgt eine Unterscheidung zwischen Immobilien, die dem Unternehmen länger dienen sollen („non-current assets“) und „current assets“, die – ähnlich dem Umlaufvermögen gemäß HGB – ebenfalls separat in der Bilanz ausgewiesen werden. Die Anschaffungskosten bilden die Obergrenze für den Ansatz einer Immobilie. Wie auch im HGB erfolgt ausschließlich eine Bilanzierung zu fortgeführten Buchwerten; ein Ansatz zum Zeitwert ist nicht möglich.³¹¹ Wie die IAS/IFRS sehen auch die US-GAAP gemäß SFAS 144 eine separate Bilanzierung von für die Veräußerung bestimmten langfristigen Vermögenswerten vor.³¹²

3.1.2 Leasing

3.1.2.1 Begriffsdefinition

Da der Leasing-Begriff – insbesondere im internationalen Kontext – nicht einheitlich gebraucht wird,³¹³ soll an dieser Stelle eine kurze Erläuterung stattfinden.

Das Wort Leasing ist aus dem Englischen in Deutschland primär für besondere Mietgeschäfte im Investitionsgüterbereich übernommen worden und kennzeichnet die mittel- bis langfristige Vermietung (Gebrauchsüberlassung) von beweglichen und unbe-

³⁰⁷ Vgl. Baumunk, IAS 40, S. 76; Völker/Enzenhofer, Bilanzielle Aspekte, S. 319; Lang, IAS/IFRS-Bilanzierung, S. 345.

³⁰⁸ Vgl. Lang, IAS/IFRS-Bilanzierung, S. 344; Leinemann, Immobilienbewertung nach IAS, S. 16.

³⁰⁹ Vgl. Hasenburg, IFRS 5, S. 100.

³¹⁰ Vgl. Hasenburg, IFRS 5, S. 109 f.

³¹¹ Vgl. vertiefend Schulte/Pitschke/Raethel, Immobilien-Rechnungslegung, S. 1035-1038.

³¹² Vgl. Hasenburg, IFRS 5, S. 99. IFRS 5 und SFAS 144 weisen jedoch teilweise erhebliche Unterschiede auf. Vgl. Hasenburg, IFRS 5, S. 99 f.

³¹³ Die unterschiedliche Begriffsauffassung führt – wie journalistische Beiträge belegen – offenbar häufig zu Verwechslungen. Vgl. bspw. Demberg, Operatives Leasing, S. B 10.

weglichen Investitionsgütern.³¹⁴ Leasing – im Sinne des deutschen Sprachgebrauchs – ist ein Finanzierungssurrogat, da es die Nutzung von Investitionsgütern außerhalb der Bilanz und ohne Aufbringung eigener Mittel ermöglicht.³¹⁵ Somit tritt Leasing an die Stelle der Eigeninvestition und hat für ein Unternehmen die Wirkung einer 100 %-igen objektbezogenen Drittfinanzierung.³¹⁶

Unter Immobilien-Leasing im Besonderen versteht man die mittel- bis langfristige Vermietung von Grundstücken, Gebäuden oder Betriebsanlagen, sofern diese an einen festen Standort gebunden sind.³¹⁷

Da mit dem Leasing ein befristetes Vertragsverhältnis einhergeht, müssen Immobilien bestimmte Kriterien erfüllen, um für den Leasinggeber restlos amortisierbar zu sein. Dies gilt sowohl für den Fall, dass der Vertrag nach der Befristung nicht verlängert wird, als auch für den Fall, dass der Leasingnehmer insolvent wird. Leasingobjekte müssen demnach fungibel, wertkonstant und drittverwendungsfähig sein.³¹⁸ Dies ist bei betriebsnotwendigen, jedoch nicht der originären Wertschöpfung dienenden Immobilien meist der Fall.³¹⁹

Spezial-Leasing liegt dagegen vor, wenn der Leasinggegenstand so individuell auf die Bedürfnisse eines Leasingnehmers zugeschnitten ist, dass er nach Ablauf der vereinbarten Mietperiode nur noch von diesem sinnvoll weiter genutzt werden kann. Dieses Leasinggeschäft ist als Mietkauf zu bezeichnen und geht mit einer Bilanzierungspflicht beim Leasingnehmer einher.³²⁰

3.1.2.2 Die Begriffe Operate Leasing und Finanzierungsleasing

Das englische Wort „lease“ ist gleichbedeutend mit dem deutschen Begriff „Miete“ und hat daher eine weitergehende Bedeutung als der Leasingbegriff im Deutschen, der in aller Regel die langfristige Vermietung mit Finanzierungscharakter bezeichnet.³²¹ Insbesondere im internationalen Sprachgebrauch werden zudem die Begriffe Operate

³¹⁴ Vgl. Feinen, Leasinggeschäft, S. 1.

³¹⁵ Vgl. Feinen, Leasinggeschäft, S. 4.

³¹⁶ Vgl. Feinen, Leasinggeschäft, S. 7 sowie Feinen, Zukunftsperspektiven, S. 646.

³¹⁷ Vgl. Iblher et al., Immobilienfinanzierung, S. 599 sowie Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 5.

³¹⁸ Vgl. Feinen, Leasinggeschäft, S. 15.

³¹⁹ Vgl. Grübler, Immobilienleasing, S. 699.

³²⁰ Vgl. Feinen, Leasinggeschäft, S. 6.

³²¹ Vgl. Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 4.

Leasing und Finance bzw. Capital Leasing abweichend von der deutschen Begriffsauffassung definiert.³²²

Im deutschen Sprachgebrauch wird der Begriff Finanzierungsleasing für eine Vertragsgestaltung mit unkündbarer Grundmietzeit gebraucht.³²³ Dabei ist es von der Vertragsgestaltung abhängig, ob die Immobilie beim Leasinggeber oder -nehmer bilanziert wird. Im Gegensatz zur angloamerikanischen Definition wird das Leasingobjekt beim Finanzierungsleasing folglich nicht zwingend beim Leasingnehmer, – im Gegenteil – sondern in der Regel beim Leasinggeber bilanziert. Die Bezeichnung Finanzierungsleasing trägt dem finanzwirtschaftlichen Charakter des Vertrags Rechnung, bemisst sich jedoch nicht nach der wirtschaftlichen Zurechnung und damit Bilanzierung beim Leasingnehmer oder Leasinggeber.

	Operate Leasing	Finanzierungsleasing
Fristigkeit	kurzfristig	mittel- bis langfristig
Kündbarkeit	jederzeit kündbar	während der Grundmietzeit unkündbar
Investitionsrisiko	beim Leasinggeber	mindestens teilweise beim Leasingnehmer
Wartung und Instandhaltung	durch den Leasinggeber	durch den Leasingnehmer
Amortisation der Investitionskosten	vom ersten Leasingnehmer regelmäßig nur teilweise	vom ersten Leasingnehmer regelmäßig vollständig

Quelle: Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 4.

Tabelle 3: Übersicht über Leasingbegriffe im deutschen Sprachgebrauch

Das Finanzierungsleasing ist aufgrund der überwiegend steuerlich motivierten Vertragsgestaltung grundsätzlich dem Mietrecht zuzuordnen.³²⁴ Folglich gilt bei Leasingverträgen zivilrechtlich in erster Linie das Mietvertragsrecht nach §§ 535 ff. BGB. Im Unterschied zur „normalen“ Vermietung werden jedoch beim Finanzierungsleasing an sich übliche Eigentümerpflichten wie die Unterhaltung des Mietobjektes dem Leasing-

³²² Vgl. Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 5 sowie Feinen, Leasinggeschäft, S. 95.

³²³ Vgl. Iblher et al., Immobilienfinanzierung, S. 599; Ropeter-Ahlers/Vaaßen, Wirtschaftlichkeitsanalyse, S. 172 sowie Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 4.

³²⁴ Vgl. Wolf/Eckert/Ball, Handbuch, S. 475.

nehmer auferlegt.³²⁵ In den meisten Fällen werden zudem Mietverlängerungsoptionen und/oder Kaufoptionen vereinbart.³²⁶

Operate Leasingverträge sind übliche Mietverträge im Sinne des BGB.³²⁷ Im Gegensatz zu Finanzierungsleasingverträgen sind sie unter Einhaltung der vereinbarten Kündigungsfristen jederzeit kündbar, Wartung und Instandhaltungspflichten obliegen dem Leasinggeber.³²⁸ Infolgedessen wird das Leasingobjekt bei Operate Leases im deutschen Sinne immer dem Vermieter zugerechnet. Tabelle 3 stellt die Verwendung der Begriffe Operate und Finanzierungsleasing nach dem deutschen Sprachgebrauch übersichtlich dar.

Die Bilanzierung des Leasinggegenstands nach HGB bemisst sich – unabhängig davon, wie der Vertrag bezeichnet ist – nach den Regelungen der Leasing-Erlasse. Im Gegensatz zum angloamerikanischen bzw. internationalen Sprachgebrauch trifft die Bezeichnung des Leasingvertrages nur bedingt eine Aussage über dessen Bilanzierung.

Im angloamerikanischen Sprachgebrauch werden die Begriffe Operate Leasing und Finance bzw. Capital Leasing dagegen nach der Zurechnung des wirtschaftlichen Eigentums zum Leasinggeber oder Leasingnehmer gebraucht.³²⁹ Ein Operate Lease bezeichnet nach IAS/IFRS und US GAAP – im Gegensatz zum Finance bzw. Capital Lease – einen Mietvertrag, bei dem das Immobilieneigentum dem Vermieter zugerechnet wird.³³⁰ Die Begriffe sind demnach nicht gleichzusetzen mit den im deutschen Sprachgebrauch verwendeten Begriffen Finanzierungs- und Operate-Leasing, da deutsche Finanzierungsleasingverträge in aller Regel so gestaltet werden, dass sie nicht als Finance, sondern als Operate Leases einzustufen sind.³³¹

Ein Sonderfall des Leasings ohne Bilanzierung beim Leasingnehmer ist das Synthetic Leasing. Durch die Ausnutzung unterschiedlicher Begriffsverständnisse und Kriterien des Handels- und Steuerrechts kann eine abweichende Zuordnung des Wirtschaftsgutes in der Handel- und Steuerbilanz erreicht werden. Diese verbindet die handelsrechtlichen Vorteile einer Off-Balance-Sheet-Finanzierung mit der steuerlichen Zurechnung

³²⁵ Vgl. Feinen, Leasinggeschäft, S. 1 und S. 22.

³²⁶ Vgl. Feinen, Leasinggeschäft, S. 1 f.

³²⁷ Vgl. Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 3 sowie Feinen, Leasinggeschäft, S. 95.

³²⁸ Vgl. Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 3.

³²⁹ Vgl. Feinen, Leasinggeschäft, S. 94. Die Begriffe Operate und Operating Lease sowie Finance und Financing Lease werden jeweils synonym verwendet.

³³⁰ Vgl. Feinen, Leasinggeschäft, S. 94.

³³¹ Vgl. Feinen, Leasinggeschäft, S. 95.

des Leasingobjektes zum Leasingnehmer, so dass dieser nicht nur von einer hundertprozentigen Fremdfinanzierung profitiert, sondern auch die Abschreibungen steuerlich geltend machen kann.³³²

3.1.2.3 Bilanzierung der Leasingimmobilie nach HGB, IAS bzw. IFRS und US GAAP

Bei Leasingverträgen ergibt sich die bilanzielle und steuerliche Behandlung sowohl nach HGB als auch nach IAS/IFRS und US GAAP aus der Ausgestaltung des Leasingvertrages. Hierbei ist zu beachten, dass die für eine Off-Balance-Sheet-Finanzierung maßgeblichen Regelungen des Teilamortisationserlasses von 1991 zum Immobilienleasing von denen der IAS/IFRS und US GAAP abweichen.

Nach HGB folgt die handelsrechtliche Einordnung von Leasing-Vereinbarungen den steuerlichen Vorschriften, d.h. die Zielsetzung der Off-Balance-Sheet-Behandlung wird bei Zugrundelegung der Erlass-Kriterien auch für die Handelsbilanz voll erreicht. Entscheidend für die Bilanzierung beim Leasinggeber oder Leasingnehmer ist die Form des Leasingvertrags: das wirtschaftliche Eigentum an der Immobilie wird dem Leasinggeber im Wesentlichen dann zugerechnet, wenn die Grundmietzeit zwischen 40 und 90 % der betriebsgewöhnlichen Nutzungsdauer beträgt und – falls eine Kaufoption vereinbart wurde – deren Kaufpreis nicht geringer als der Restbuchwert bei linearer Abschreibung ist bzw. – falls eine Mietverlängerungsoption vereinbart wurde – die Miete nicht unter 75 % der ortsüblichen Miete liegt.³³³

Bei der Behandlung von Leasingverträgen unter internationalen Bilanzierungsvorschriften hingegen erfolgt eine Orientierung an den Grundsätzen „substance over form“.³³⁴ Folglich müssen restriktivere Anforderungen eingehalten werden, um die gewünschten Effekte zu erzielen.

Im Gegensatz zum deutschen HGB enthalten IAS und US GAAP sowohl eine Begriffsbestimmung des Leasings als auch spezielle Regelungen und Interpretationen zur Bilanzierung von Leasingobjekten und Objektgesellschaften. IAS und US GAAP unterscheiden zwischen „Finance Lease“ (IAS) bzw. „Capital Lease“ (US GAAP) und „Operating Lease“.³³⁵ Nur bei der Klassifizierung als Operating Lease erfolgt die Bilanzie-

³³² Vgl. Schimmer, Flüssig, S. 617.

³³³ Vgl. Iblher et al., Immobilienfinanzierung, S. 606; Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 27.

³³⁴ Vgl. Feinen, Leasinggeschäft, S. 95.

³³⁵ Diese Unterscheidung treffen auch die UK GAAP Statements of Standard Accounting Practice SSAP 21: Accounting for leases and hire purchase contracts. Vgl. Goodacre, Lease Accounting, S. 51.

rung des Leasingobjektes nicht beim Leasingnehmer. Dafür müssen die konkreten Kriterien der internationalen Standards und Interpretationen erfüllt sein.

Nach IAS/IFRS liegt ein Finance Lease vor, wenn im Wesentlichen alle Chancen und Risiken dem Leasingnehmer zuzurechnen sind. Dabei erfolgt keine Quantifizierung der Kriterien, da eine Qualifizierung des konkreten Sachverhalts als Finanzierungs- oder Operating-Leasing nach IAS 17 der Einzelfallprüfung vorbehalten bleibt. Die in Tabelle 4 aufgeführten Kriterien werden zudem lediglich als „[...] Beispiele für Situationen [bezeichnet], die normalerweise zu einem Leasingverhältnis führen würden, das als Finanzierungsleasing klassifiziert wird [...]“.³³⁶ Als Operate Leases gelten alle Vereinbarungen, die nicht als Finance Leases deklariert werden.

Nach US GAAP liegt ein Capital Lease vor, wenn eines der in Tabelle 4 aufgeführten Kriterien des FAS 13 erfüllt ist. Operate Leases sind – wie auch bei den International Accounting Standards – negativ definiert, d.h. ein Operate Lease liegt vor, wenn der Vertrag nicht als Capital Lease einzuordnen ist.³³⁷

	IAS/IFRS 17 (überarbeitet 1997)	FAS 13
„substance over form“	alle mit dem Eigentum verbundenen Risiken und Chancen eines Vermögenswertes werden im Wesentlichen auf Leasingnehmer übertragen	Risiko des Eigentums liegt beim Leasingnehmer
Grundmietzeit	Laufzeit des Leasingverhältnisses umfasst den überwiegenden Teil der wirtschaftlichen Nutzungsdauer des Vermögenswertes	> 75 % der wirtschaftlichen Nutzungsdauer
Barwert Leasingraten	Barwert der Mindestleasingzahlungen entspricht im Wesentlichen mindestens dem beizulegenden Zeitwert des Leasinggegenstandes	Barwert der Miet-/Leasingzahlungen \geq 90 % des Marktwertes der Immobilie
Übertragung	automatischer Übergang am Ende der Grundmietzeit	automatischer Übergang am Ende der Grundmietzeit
Kaufoption	mit Kaufpreis, der erwartungsgemäß deutlich niedriger als der zum möglichen Optionsausübungszeitpunkt beizulegende Zeitwert des Vermögenswertes ist	mit Kaufpreis < Fair Value
Mietverlängerungsoption	mit vereinbarter Miete < Marktmiete	—
Eigenschaften des Leasingobjektes	Leasinggegenstände haben eine spezielle Beschaffenheit, so dass sie nur der Leasingnehmer nutzen kann, ohne dass wesentliche Veränderungen vorgenommen werden	—

Eigene Darstellung auf Basis der Rechnungslegungsstandards IAS 17 (überarbeitet 1997) und FAS 13.

Tabelle 4: Bilanzierungskriterien für Finance Leases nach IAS 17 (überarbeitet) und Capital Leases nach FAS 13

³³⁶ Die Kommission der europäischen Gemeinschaften, IAS 17, L 261/124.

³³⁷ Vgl. Financial Accounting Standards Board of the Financial Accounting Foundation, FAS 13, S. 7-9.

3.1.2.4 Vor- und Nachteile des Immobilien-Leasing

Das Immobilien-Leasing räumt – in Abhängigkeit von der Vertragsgestaltung – grundsätzlich die Möglichkeit der Übertragung der Eigentümerrisiken auf den Leasinggeber ein.³³⁸ Zudem entfällt die Notwendigkeit des Eigenkapitaleinsatzes, da Leasing eine 100 %-ige Fremdfinanzierung der Immobilie ermöglicht³³⁹, wobei bei Vereinbarung einer Kaufoption zudem die Möglichkeit der Realisierung einer Wertsteigerung der Immobilie nach Ablauf der Grundmietzeit besteht.³⁴⁰

Weiterhin wird durch das Immobilienleasing die Kalkulierbarkeit und Transparenz der mit der Immobilie verbundenen Bereitstellungskosten gesteigert.³⁴¹ Die Leasingraten werden grundsätzlich auf Basis der Refinanzierung der Leasinggesellschaft kalkuliert und langfristig vereinbart.³⁴² Abhängig von der Vertragsgestaltung ist – wie oben bereits erwähnt – eine bilanzneutrale Finanzierung grundsätzlich möglich,³⁴³ wobei unternehmensstrategische Erfordernisse Vorrang vor bilanzpolitischen Motiven haben sollten. Im Gegensatz zum Eigentum schränkt nach Meinung mancher Autoren das Immobilienleasing aufgrund seiner Objektbezogenheit die Kreditlinien des Unternehmens nicht ein.³⁴⁴

Die lange, unkündbare Grundmietzeit resultiert jedoch in einer inflexiblen Bereitstellung.³⁴⁵ Wenn der Leasinggeber einer Vertragsauflösung zustimmen sollte, geht damit in der Regel eine hohe Kompensation einher.³⁴⁶ Diese Inflexibilität besteht durch das Erfordernis der Zustimmung des Leasinggebers bei Nutzungsänderungen durch Um- und Ausbauten nicht nur in zeitlicher und damit finanzieller, sondern auch in operativer Hinsicht.³⁴⁷ Zuletzt könnte es durch die Festschreibung von Leasingraten möglicherweise auch zu Mietzahlungen kommen, die über der zukünftigen Marktmiete liegen. Dieser Nachteil wiegt jedoch bei einer Sale-Leaseback-Transaktion nicht so schwer, wenn man berücksichtigt, dass der realisierte Verkaufspreis in der Regel auf Basis

³³⁸ Vgl. Ropeter-Ahlers/Vaaßen, Wirtschaftlichkeitsanalyse, S. 189.

³³⁹ Vgl. Ropeter-Ahlers/Vaaßen, Wirtschaftlichkeitsanalyse, S. 190.

³⁴⁰ Vgl. Feinen, Zukunftsperspektiven, S. 646.

³⁴¹ Vgl. Schäfers, Strategische Ausrichtung, S. 233.

³⁴² Vgl. Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 22 sowie Feinen, Zukunftsperspektiven, S. 646.

³⁴³ Vgl. Ropeter-Ahlers/Vaaßen, Wirtschaftlichkeitsanalyse, S. 190.

³⁴⁴ Vgl. Feinen, Zukunftsperspektiven, S. 646.

³⁴⁵ Vgl. Levin, Sale-Leaseback, S. 59; Ropeter-Ahlers/Vaaßen, Wirtschaftlichkeitsanalyse, S. 190.

³⁴⁶ Vgl. Pfnür/Schäfer/Armonat, Real Option, S. 244.

³⁴⁷ Vgl. Ropeter-Ahlers/Vaaßen, Wirtschaftlichkeitsanalyse, S. 190.

eben dieser Leasingraten kalkuliert wurde und somit den potenziell höheren Leasingraten ein höherer Kapitalzufluss gegenübersteht.³⁴⁸

3.1.3 Miete

3.1.3.1 Begriffsdefinition

Miete bezeichnet die Überlassung einer Immobilie zum Gebrauch während der Mietzeit gegen Entgelt.³⁴⁹ Zusätzlich dazu beinhaltet die Pacht die Überlassung einer Sache zur Fruchtziehung.³⁵⁰ Miete und Pacht stellen somit ein eingeschränktes, insbesondere zeitlich beschränktes Verfügungsrecht über die Immobilie dar.³⁵¹

Gewerbemietverträge werden in aller Regel über einen Zeitraum von mehreren Jahren abgeschlossen. Im Gegensatz zum Wohnraummietrecht sind Vereinbarungen über Gewerbeflächen weniger stark reguliert.³⁵² Daher kommt der vertraglichen Gestaltung eines Gewerbemietverhältnisses in Bezug auf Kündigungsfristen, Mietanpassungsklauseln etc. eine große Bedeutung zu.³⁵³

Serviced Office-Anbieter (auch: Executive Suite oder Business Center) wie Regus bieten unmöblierte oder auch möblierte und mit Infrastruktur ausgestattete Büroräume kleiner und mittlerer Größe an, die inklusive Sekretariatsdiensten je nach Bedarf für einige Tage, Wochen oder Monate angemietet werden können.³⁵⁴ Inzwischen haben diese Anbieter auch größere, einem Mieter zugeordnete Flächen in ihre Produktpalette aufgenommen und experimentieren mit Rahmenverträgen über ein bestimmtes Flächenkontingent, das an verschiedenen Standorten in Anspruch genommen werden kann.³⁵⁵

3.1.3.2 Exkurs zur Bilanzierung von Mietverträgen: IAS Lease Accounting Reform

Gemäß den aktuellen Bilanzierungsstandards nach HGB, IAS/IFRS und US-GAAP findet in der Regel keine Bilanzierung von Mietverpflichtungen statt. Im Mai 2002 hat das International Accounting Standards Board (IASB) jedoch einen Entwurf zur Verbesse-

³⁴⁸ Vgl. Levin, Sale-Leaseback, S. 59.

³⁴⁹ Vgl. Stellmann, Gewerberaummierte, S. 177.

³⁵⁰ Vgl. Wolf/Eckert/Ball, Handbuch, S. 1 sowie vertiefend Stellmann, Gewerberaummierte, S. 177 f. Nießbrauch hingegen ist das Recht, sämtliche Nutzungen eines im Eigentum eines anderen stehenden Gegenstandes zu ziehen.

³⁵¹ Vgl. Levin, Sale-Leaseback, S. 59.

³⁵² Vgl. vertiefend Stellmann, Gewerberaummierte, S. 178 f.

³⁵³ Vgl. Schäfers, Strategische Ausrichtung, S. 234.

³⁵⁴ Vgl. Pierschke, Facilities Management, S. 284 sowie Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 28.

³⁵⁵ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 28.

rung der International Accounting Standards vorgelegt, der auch Änderungen des IAS 17 vorsieht. Dieses Lease Accounting-Programm beruht auf den durch das Komitee G4+1³⁵⁶ bzw. dessen Mitgliedern ausgearbeiteten und 1996 bzw. 2000 veröffentlichten Gutachten „Accounting for Leases: A New Approach – Recognition by Lessees of Assets and Liabilities Arising under Lease Contracts“ und „Leases: Implementation of a New Approach“, die die Schwächen der aktuellen Bilanzierungsstandards herausgestellt und Vorschläge zur Verbesserung unterbreitet haben.³⁵⁷

Wesentliche Änderungsvorschläge betreffen die getrennte Bilanzierung von Grundstücken und Gebäuden. Danach sollen Leasinggeschäfte, die sowohl über Grundstücke als auch Gebäude geschlossen werden, für Zwecke der Rechnungslegung in zwei Leasinggeschäfte aufgespalten und gesondert bilanziert und bewertet werden. Der das Grundstück betreffende Teil des Leasinggeschäfts wäre danach grundsätzlich als Operating Lease zu klassifizieren, während das Leasinggeschäft über das Gebäude je nach Vertragsgestaltung als Operating Lease oder Finance Lease zu behandeln wäre.³⁵⁸

Darüber hinaus ist künftig jedoch auch die Bilanzierung von Operating Leases, d.h. die Gleichstellung sämtlicher Verpflichtungen aus Miet- und Leasingverträgen bzgl. ihrer Bilanzierung vorgesehen, um die derzeitig willkürliche, auf qualitativen Kriterien beruhende Trennung zwischen Operate und Finance Leases zu beseitigen, die entweder zur vollständigen Bilanzierung oder zur Nicht-Berücksichtigung im Jahresabschluss führt.³⁵⁹ Die Kapitalisierung der Mietzahlungsverpflichtungen und die Bilanzierung als Aktivposten und als Verbindlichkeit würden in einer besseren Vergleichbarkeit von Jahresabschlüssen resultieren.³⁶⁰

³⁵⁶ G4+1 war ein inoffizielles Gremium, das aus Mitgliedern der Rechnungslegungsgremien Australiens, Kanadas, Neuseelands, Großbritanniens und der USA sowie des International Accounting Standards Committee (IASC) bestand. Dieses Gremium wurde inzwischen aufgelöst und durch das neu konstituierte International Accounting Standards Board abgelöst. Vgl. Goodacre, Lease Accounting, S. 50.

³⁵⁷ Vgl. International Accounting Standards Committee Foundation (IASCF), Leases, S. 1; Goodacre, Lease Accounting, S. 50.

³⁵⁸ Vgl. International Accounting Standards Committee Foundation (IASCF), Proposed Improvements, S. 165.

³⁵⁹ Der vorgelegte Exposure Draft enthält nur begrenzte Änderungen des IAS 17, da das Forschungsprogramm des IASB ein weitreichendes Projekt über die Bilanzierung von Leases enthält, dessen Ergebnisse erst zu einem späteren Zeitpunkt integriert werden sollen. Vgl. International Accounting Standards Committee Foundation (IASCF), Proposed Improvements, S. 165.

³⁶⁰ Vgl. Wainwright, Divestment, S. 333.

Die vorgesehene Änderung bzgl. der Bilanzierung sämtlicher Mietverträge wird vom Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) sowie von vielen namhaften Wirtschaftsprüfungsgesellschaften unterstützt³⁶¹, so dass eine Einführung wahrscheinlich erscheint. Zudem hat das International Accounting Standards Board Anfang 2004 erneut bekräftigt, eine fundamentale Änderung des „lease accounting“ zu vollziehen.³⁶²

Studien belegen, dass eine Reform der Mietbilanzierung angesichts der großen Bedeutung des Leasings bzw. der Anmietung für die Bereitstellung von Immobilien und anderen Investitionsgütern signifikanten Einfluss auf Bilanzkennzahlen – insbesondere auf den Verschuldungsgrad – von Unternehmen hätte.³⁶³ Die Verschuldung wäre bei langfristigen Leasingverträgen vergleichbar mit der Bereitstellung durch Eigentum bei immobilienpezifischer Fremdfinanzierung.³⁶⁴

3.1.3.3 Vor- und Nachteile der Immobilienbereitstellung durch Anmietung

Die Anmietung räumt dem Unternehmen durch individuelle Vertragslaufzeiten und Verlängerungsoptionen im Vergleich zu den anderen Bereitstellungsformen „[...] in der Nutzung der Immobilie wie in seiner Unternehmensplanung [...]“³⁶⁵ eine größere Flexibilität ein.³⁶⁶ Einerseits kann – sofern geeignete Flächen zur Verfügung stehen – Raumkapazität relativ schnell aufgebaut werden, andererseits können Flächen aufgrund kürzerer Vertragslaufzeiten zügig aufgegeben werden, so dass relativ schnell auf technologische oder marktliche Veränderungen reagiert werden kann.³⁶⁷ Weiterhin führt die Anmietung zu einer Linearisierung des Aufwands, so dass die Kapitalbindung minimiert werden kann.³⁶⁸ Die Anmietung bewirkt zudem eine bessere Kalkulierbarkeit der Kosten über die Vertragslaufzeit, da die Miete – in Abhängigkeit von Mietanpassungsvereinbarungen – bekannt ist und Instandhaltungskosten für Dach und Fach in

³⁶¹ Vgl. Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW), Comment Letter, S. 1 sowie bspw. Deloitte Touche Tohmatsu, Position Paper, S. 1; Arthur Andersen, Comment Letter, S. 1.

³⁶² Vgl. International Accounting Standards Committee Foundation (IASCF), Leases, S. 1. „The Board's long term leasing project is expected to result in a fundamental change in accounting for leasing. [...] It is anticipated that the project will ultimately lead to the replacement of IAS 17.“ International Accounting Standards Committee Foundation (IASCF), Leases, S. 1.

³⁶³ Vgl. Goodacre, Lease Accounting, S. 55-57. Vgl. auch Beattie/Goodacre/Thomson, Recognition, S. 1203-1214; Beattie/Edwards/Goodacre, Impact, S. 245-253; Imhoff/Lipe/Wright, Impact, S. 51-63 sowie Imhoff/Lipe/Wright, Income Effects, S. 12-32.

³⁶⁴ Vgl. Wainwright, Divestment, S. 333. „The capitalisation of lease rental liabilities will increase corporate gearing levels as much as retaining ownership and raising mortgage debt.“ Wainwright, Divestment, S. 333.

³⁶⁵ Hansen, Unternehmensfinanzierung, S. 799 f.

³⁶⁶ Vgl. Nourse, Flexibility, S. 25; Liow/Ooi, Analysis and Management, S. 242.

³⁶⁷ Vgl. Schäfers/Gier, Corporate Real Estate Management, S. 869; Nourse, Flexibility, S. 25; Liow/Ooi, Analysis and Management, S. 242.

³⁶⁸ Vgl. Hansen, Unternehmensfinanzierung, S. 800; Schäfers/Gier, Corporate Real Estate Management, S. 869; Nourse, Flexibility, S. 25.

der Regel in vollem Umfang beim Vermieter liegen.³⁶⁹ Mietverlängerungsoptionen können auch bei der Bereitstellung durch Miete die langfristige Verfügbarkeit der Immobilie sichern, sofern der Vermieter bereit ist, diese zu gewähren.³⁷⁰ Vormietrechte und Anmietrechte ermöglichen zudem die Sicherung von Expansionsflächen.³⁷¹ Ein weiterer, wesentlicher Vorteil der Anmietung gegenüber der Bereitstellung durch Eigentum ist, dass kein Kapitaleinsatz erforderlich ist.³⁷²

Diesen Vorteilen stehen jedoch auch Nachteile gegenüber: Im Hinblick auf die Nutzung der Flächen stellt die Anmietung durch das Erfordernis der Zustimmung des Vermieters bei Nutzungsänderungen durch Um- und Ausbauten eine inflexible Bereitstellungsform dar.³⁷³ Dies gilt insbesondere bei Verträgen, die eine hohe Flexibilität einräumen.³⁷⁴ Weiterhin ist die Kalkulierbarkeit der Kosten der Anmietung abhängig von der Vertragsgestaltung. So kann – je nach vertraglicher Vereinbarung – bei einer Verlängerung des Mietverhältnisses eine Neuverhandlung des Mietzinses notwendig werden, so dass in einem solchen Fall zukünftige, über die feste Vertragslaufzeit hinausgehende Bereitstellungskosten zu Beginn des Mietverhältnisses kaum zuverlässig prognostiziert werden können.³⁷⁵ Somit kann die Anmietung, falls eine Vertragsverlängerung wirtschaftlich nicht sinnvoll ist, in der Notwendigkeit einer Standortverlagerung resultieren.³⁷⁶ Dies ist unter anderem abhängig von der Höhe der mit einem Umzug einhergehenden Kosten. Die Umzugskosten verbessern bei einer Verlängerung des Mietvertrags – in Abhängigkeit von der Marktlage – die Verhandlungsposition des Vermieters, da die beste Alternative des Mieters in einer Neuanmietung zur aktuellen Marktmiete zzgl. der Umzugskosten besteht. Eine Anpassung an die Marktmiete kann durch langfristige Mietverträge mit Kündigungsrechten oder durch kurzfristige Mietverträge mit Verlängerungsoptionen zur indexierten Vertragsmiete vermieden werden. Solche Vereinbarungen gehen jedoch meist mit einer höheren Anfangsmiete einher.³⁷⁷

³⁶⁹ Vgl. Hansen, Unternehmensfinanzierung, S. 800.

³⁷⁰ Vgl. Hansen, Unternehmensfinanzierung, S. 799 f.

³⁷¹ Vgl. Stellmann, Gewerberaummieta, S. 210 f.

³⁷² Vgl. Liow/Ooi, Analysis and Management, S. 242.

³⁷³ Vgl. Levin, Sale-Leaseback, S. 59; Schäfers/Gier, Corporate Real Estate Management, S. 870; Nourse, Flexibility, S. 25 und S. 27.

³⁷⁴ Vgl. Nourse, Flexibility, S. 25.

³⁷⁵ Vgl. Nourse, Flexibility, S. 25. Im Falle der Sale-Leaseback-Transaktionen der Deutsche Bank AG bspw. wurden nur für die ersten Verlängerungsoptionen Vereinbarungen über die Miethöhe getroffen, während bei Ausübung der darauf folgenden Verlängerungsoptionen eine Anpassung an die Marktmiete erfolgt. Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

³⁷⁶ Vgl. Levin, Sale-Leaseback, S. 59; Schäfers, Strategisches Management, S. 163 sowie Schäfers/Gier, Corporate Real Estate Management, S. 870.

³⁷⁷ Vgl. Nourse, Flexibility, S. 25.

3.2 Risiken der Bereitstellung von Unternehmensimmobilien

3.2.1 Übersicht

Die Risiken der Immobilienbereitstellung bestehen im Wesentlichen in einem Ungleichgewicht zwischen Immobilienbedarf und umgesetzter bzw. zukünftig möglicher Immobilienbereitstellung. Diese Risiken werden hier als Verfügbarkeitsrisiko einerseits und Fehlinvestitions- und Verwertungsrisiko andererseits bezeichnet.

Daneben ergeben sich Risiken aus der Art der Bereitstellung. Immobilienmarktrisiken betreffen sämtliche Bereitstellungsformen in unterschiedlichem Ausmaß und in unterschiedlicher Art und Weise. Während im Rahmen der Anmietung die Entwicklung der Mieten eine wesentliche Rolle spielt, ist für die Bereitstellung durch Eigentum die Entwicklung der Immobilienpreise wesentlich für das eingegangene Risiko, wobei zwischen beiden Risikoarten eine Interdependenz besteht. Auch wenn das Immobilienleasing relativ unabhängig von der Entwicklung des Immobilienmarktes ist, kommt dem Immobilienmarktrisiko dennoch eine Bedeutung zu, wenn der Bedarf für das Leasingobjekt vorzeitig entfällt.

Weiterhin wird das Eigentümerrisiko kurz erläutert, das sowohl für die Bereitstellung durch Eigentum als auch für den Leasingnehmer von Bedeutung ist, da es in der Regel auf ihn abgewälzt wird.

Sekundäre Risiken, die sich aus der Wahl der Bereitstellungsform ergeben wie beispielsweise Übernahmerisiken oder eine Verschlechterung der Unternehmensperformance aufgrund eines übermäßig hohen Immobilienvermögens werden an anderer Stelle behandelt.³⁷⁸

3.2.2 Verfügbarkeitsrisiko

Verfügbarkeitsrisiken resultieren aus den Besonderheiten der Immobilie als Wirtschaftsgut, insbesondere aus der Standortgebundenheit bzw. der Nicht-Duplizierbarkeit bestimmter Lagen sowie der Dauer des Entwicklungsprozesses.³⁷⁹ Infolge letzterer

³⁷⁸ Vgl. hierzu auch Huffman, Risk Management, S. 13.

³⁷⁹ Vgl. vertiefend Bone-Winkel/Schulte/Focke, Begriff, S. 17-21; Weatherhead, Property Issues, S. 25.

Eigenschaft bedarf die Bereitstellung von Unternehmensimmobilien einer von den jeweiligen Marktgegebenheiten und Flächenbedürfnissen abhängigen Vorlaufzeit.³⁸⁰

Verfügbarkeitsrisiken ergeben sich konkret aus einem mangelnden Angebot an Flächen, die den Bedürfnissen des Unternehmens entsprechen. Dies können strategisch bedeutsame Immobilien, aber auch einfache Expansionsflächen sein, die in Wachstumsphasen des Unternehmens dringend benötigt werden.³⁸¹ Eine Einschränkung der Verfügbarkeit von Immobilien kann die Umsetzung strategischer Ziele stark beeinträchtigen.³⁸² Unternehmen, die in der Lage sind, mit steigender Nachfrage Schritt zu halten, verfügen über einen strategischen Vorteil gegenüber Konkurrenten, die ihre Marktpresenz weniger schnell ausbauen können. Infolgedessen ist die Bereitstellung von Unternehmensimmobilien ein potenzieller Risikofaktor.³⁸³

Darüber hinaus spricht man von Verfügbarkeitsrisiko, wenn die Bereitstellung nicht substituierbarer Flächen von hoher strategischer Relevanz mit unzureichenden Verfügungsrechten ausgestattet ist, so dass das Nichtzustandekommen einer Vertragsverlängerung oder einer Vergrößerung des Einflusses auf die Immobilie zu einem strategischen Risiko für das Unternehmen wird.³⁸⁴

3.2.3 Fehlinvestitionsrisiko

Das Fehlinvestitionsrisiko resultiert aus einem Wegfall des Bedarfs oder veränderten Immobilienbedürfnissen und kann bei jeder Art der Immobilienbereitstellung in unterschiedlichem Maße auftreten. Eine Fehlinvestition kann durch eine Verwertung des Objektes reduziert werden. Somit ist die Höhe der Fehlinvestition vom Verwertungsrisiko abhängig.

³⁸⁰ Vgl. Becker, Infrastructure on-demand, S. 158 f.; Pfnür/Armonat, Conflict, S. 321. Das Verfügbarkeitsrisiko kann physisch durch innovative Bauweisen und temporäre Gebäude oder organisatorisch durch neue Ansätze der Flächenbeschaffung, aber auch operativ durch neue Ansätze von Produktion und Absatz reduziert werden. Vgl. Becker, Infrastructure on-demand, S. 159-163; Becker/Sims, Managing Uncertainty, S. 21-65; Becker/Joroff/Stotz, Lean Portfolio, S. 47-53. Zu empirischen Erkenntnissen über Vorlaufzeiten der Immobilienbereitstellung vgl. Gibson et al., Needs & Choices, S. 10 f.

³⁸¹ Vgl. Gibson/Louargand, Risk Management, S. 3 sowie Gibson, Strategic Risk, S. 13. Zur Problematik nicht verfügbarer Expansionsflächen vgl. auch Weatherhead, Property Issues, S. 25 f.

³⁸² Vgl. Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 9.

³⁸³ Vgl. Gibson/Louargand, Risk Management, S. 3.

³⁸⁴ Strategisches Risiko wird definiert als ein unvorhergesehenes Ereignis oder eine Reihe von Umständen, die die Möglichkeit der Durchführung der geplanten Unternehmensstrategie signifikant einschränken. Vgl. Simons, Strategic Risk, S. 1. Vgl. auch Weatherhead, Property Issues, S. 27.

Bei der Bereitstellung durch Eigentum kann die Fehlinvestition durch Veräußerung des nicht mehr benötigten Objektes begrenzt werden, bei Mietverträgen ist für die Restdauer des Vertrages je nach Ausgestaltung eine Untervermietung oder – in Abhängigkeit von der Marktlage – eine vorzeitige Vertragsauflösung möglich. Leasingverträge unterliegen einer unkündbaren Grundmietzeit, so dass grundsätzlich eine längerfristige Bindung und somit ein höheres Fehlinvestitionsrisiko wahrscheinlich ist. Sofern jedoch eine Verwertungsmöglichkeit des Leasingobjektes gegeben ist, besteht grundsätzlich die Möglichkeit einer vorzeitigen Vertragsauflösung.³⁸⁵

Die grundsätzliche Gefahr der Fehlinvestition oder unausgelasteter Kapazitäten besteht bei Leasing und Miete genauso wie bei der Bereitstellung durch Eigentum, da das Objekt nicht beliebig zurückgegeben werden kann.³⁸⁶ Dieses Kostenbindungsrisiko bei Wegfall des Bedarfs entspricht effektiv dem Risiko einer Fehlinvestition, auch wenn das letztendliche Verwertungsrisiko nach Vertragsablauf sowohl bei Anmietung als auch beim Leasing beim Eigentümer der Immobilie verbleibt. Das Fehlinvestitionsrisiko kann demnach durch die Substitution des Eigentums durch Anmietung nur bedingt reduziert werden, da langfristige Mietverträge oder Leasingverträge meist nur durch die Leistung einer hohen Sonderzahlung aufgelöst oder häufig nur mit Verlust – bzw. bei vertraglichem Ausschluss – gar nicht untervermietet werden können.³⁸⁷

Das Risiko der Fehlinvestition kann durch eine flexible Bereitstellung drittverwendungsfähiger Immobilien, beispielsweise durch eine Anmietung mit Vereinbarung periodischer Vertragsverlängerungsoptionen deutlich reduziert werden. Restriktionen ergeben sich einerseits aus der Spezifität des Immobilienbedarfs, andererseits jedoch auch bzgl. der Verfügbarkeit von Immobilien. So ist beispielsweise in Entwicklungs- und Schwellenländern häufig kein Mietmarkt für geeignete Flächen vorhanden, so dass nur die Entwicklung einer Immobilie den Markteintritt ermöglicht.

Die Höhe der Fehlinvestition ist abhängig von dem im nächsten Punkt behandelten Verwertungsrisiko bzw. der Verwertungswahrscheinlichkeit. Der aus der Flächenanmietung oder dem Leasing resultierende Verlust bei Unmöglichkeit der Untervermietung ist über die Restlaufzeit des Mietvertrages durch die Kapitalisierung der vertraglichen Verpflichtungen zu kalkulieren. Bei Immobilien im Eigentum hingegen ist unter

³⁸⁵ Vgl. Vaaßen, Gewerbliches Immobilienleasing, S. 202.

³⁸⁶ Vgl. Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 4 sowie Huffman, Risk Management, S. 37.

³⁸⁷ Vgl. Huffman, Risk Management, S. 37.

Umständen eine hohe außerplanmäßige Abschreibung notwendig, wenn die Flächen für eine Verwertung zu spezifisch sind und infolgedessen hohe Sunk Costs bestehen.

3.2.4 Verwertungsrisiko

„Das Verwertungsrisiko beschreibt die Gefahr, ein Objekt nach Ablauf der Nutzungsdauer bzw. bei vorzeitiger Aufgabe der Flächen nicht oder nicht den eigenen Vorstellungen entsprechend verwerten zu können.“³⁸⁸ Letzteres ist insbesondere dann der Fall, wenn das in Immobilien gebundene Kapital nicht vollständig wieder freigesetzt werden kann.³⁸⁹

Das Verwertungsrisiko ist umso höher je unwahrscheinlicher eine Verwertung ist. Es ist einerseits von der Geschäftstätigkeit des Unternehmens abhängig, da sich hieraus die Drittverwendungsfähigkeit und damit die Fungibilität der Immobilie ableitet.³⁹⁰ Andererseits ist das Verwertungsrisiko von der Konjunktur und insbesondere der Marktlage der Unternehmen der Branche, die für eine Nutzung in Frage kommen, sowie von der generellen Entwicklung des Immobilienmarktes abhängig.³⁹¹ Verwertungsrisiken steigen tendenziell, da die Restnutzungsdauer von Immobilien sinkt.³⁹² Anpassungen von Immobilien werden aufgrund der Schnelllebigkeit von Technologien immer häufiger notwendig. Zudem beschleunigen sich die Wirtschaftszyklen, so dass der Immobilienbedarf einer größeren Volatilität unterliegt. Mietflächen sind generell, insbesondere aber in Zeiten sinkender Nachfrage, wenn eine Verwertung in der Regel gewünscht ist,

³⁸⁸ Vaaßen, Gewerbliches Immobilienleasing, S. 203.

³⁸⁹ Vgl. Nourse, Flexibility, S. 25. „The firm [...] faces overcommitment costs in the form of risk that sale proceeds do not provide an adequate return on invested capital.“ Deeble, Procurement, S. 146.

³⁹⁰ Vgl. Bone-Winkel/Isenhöfer/Hofmann, Projektentwicklung, S. 253. Bei obsolet gewordenen Nutzungen gehen mit einer Nutzungsänderung der Immobilie häufig Umrüstkosten in beträchtlichem Umfang einher. In manchen Fällen ist eine Verwertung sogar ganz ausgeschlossen. Dies gilt insbesondere für kontaminierte Industriebrachflächen, die nur mit großen Verlusten einer neuen Nutzung zugeführt werden können, so dass eine Verwertung wirtschaftlich nicht sinnvoll ist.

³⁹¹ Letzteres ist Gegenstand des nächsten Abschnitts.

³⁹² Vgl. Heyser, Nutzungsdauer, S. 18.

– falls überhaupt – nur zu einem erheblichen Abschlag zur Miete des Hauptmietvertrags zu vermieten.³⁹³

3.2.5 Kaufpreis- bzw. Wertänderungsrisiko

Das Wertänderungsrisiko ist abhängig von externen Faktoren, d.h. der Standortqualität, den gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen sowie Bedarfs- und auch Trendveränderungen und verschärften Umweltschutzauflagen.³⁹⁴ Als Eigennutzer sind Unternehmen dem Wertänderungsrisiko ebenso ausgesetzt wie Immobilieninvestoren.³⁹⁵

Büroimmobilien in guten Lagen haben erfahrungsgemäß eine zufrieden stellende Wertentwicklung genommen. Große Betriebsareale in ungünstig gelegenen Wirtschaftsregionen haben dagegen in vielen Fällen Wertverluste erlitten und können nur mit großen Verlusten einer anderen Verwendung zugeführt werden. Dies gilt insbesondere dann, wenn sich rechtliche Voraussetzungen bezüglich der Arbeitsstätten, des Feuerschutzes oder der Gewerbeaufsicht geändert haben, da im Falle einer Nutzungsänderung der Bestandsschutz untergeht. Diese Umbaukosten können bis zu 30 % der ursprünglichen Herstellungs- bzw. Anschaffungskosten der Immobilie betragen.³⁹⁶

Die Wert- bzw. Preisänderung beeinflusst die Verwertung von Unternehmensimmobilien nicht nur hinsichtlich ihres Erfolgs, sondern auch hinsichtlich ihrer Durchführung. Experteneinschätzungen zufolge wird die Monetarisierung von Unternehmensimmobilien unter anderem aufgrund der „viel zu hohen Buchwerte“³⁹⁷ nicht häufiger realisiert. Die vorherrschende Intransparenz bzgl. des Volumens und der Verwendung des Immobilienvermögens erlauben eine derartige Handlungsweise.

³⁹³ Vgl. Pederson/Wootten, Market Focus, S. 368. „For the hundreds of corporations with collective millions of square feet of excess space, the effects of overleasing have been – and continue to be – particularly painful.“ Pederson/Wootten, Market Focus, S. 368. Zudem liegen häufig ein vertraglicher Ausschluss der Abtretung und Untervermietung oder restriktive Vertragsklauseln bzgl. der Abtretung und Untervermietung (wie z.B. in Bezug auf die Größe oder das Rating eines potenziellen Nach- oder Untermieters) vor. Vgl. Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 35. Dies ist insbesondere bei Mietverhältnissen mit offenen Immobilienfonds, aber auch bei anderen Anbietern häufig der Fall, die sich damit vor einem zusätzlichen Angebot freier Flächen schützen. Vgl. Haimann, Untermieter, S. 24; Pfnür, Immobilienmanagement, S. 203 f.; Pollina, Subleasing Rights, S. 27. Die Möglichkeit zur Abtretung und Untervermietung – auch als „legal flexibility“ bezeichnet – sollte möglichst immer offen gehalten werden. Vgl. Woollam, Flexibility, S. 79; Kahn, Lease Management, S. 371.

³⁹⁴ Vgl. Bone-Winkel/Isenhöfer/Hofmann, Projektentwicklung, S. 253; Schäfers, Strategisches Management, S. 195.

³⁹⁵ Vgl. Huffman, Risk Management, S. 36; Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 120.

³⁹⁶ Vgl. Feinen, Leasinggeschäft, S. 16.

³⁹⁷ Friedemann, Europas Konzerne, S. 41.

3.2.6 Mietänderungsrisiko

Als Mieter ist ein Unternehmen ebenfalls dem Risiko der Marktentwicklung ausgesetzt. Bei Indexierung ist die Entwicklung der Miete abhängig von gesamtwirtschaftlichen Faktoren wie Preisentwicklung etc. Wesentlich mehr Unsicherheit besteht jedoch bzgl. der Miete, die nach Beendigung der Vertragslaufzeit im Falle der Vertragsverlängerung zu verhandeln ist, denn die Miete kann in der Regel nur für einen bestimmten Zeitraum fixiert werden.³⁹⁸ Dies gilt insbesondere bei kurzfristigen Mietverträgen.³⁹⁹ Viele Unternehmen ziehen daher das Risiko der Verwertung einer im Eigentum befindlichen Immobilie dem Mietsteigerungsrisiko vor.⁴⁰⁰

3.2.7 Eigentümerrisiken

Eigentümerrisiken obliegen – wie auch das Risiko der Preisentwicklung – in der Regel dem Eigentümer des Objektes. Es handelt sich bei den so genannten Eigentümerrisiken im Wesentlichen um die Gefahr der Beschädigung und die Gefahr des zufälligen Untergangs des Objektes. Diese Sachrisiken können durch umfangreichen Versicherungsschutz größtenteils aufgefangen werden.⁴⁰¹ Beim Immobilienleasing werden Sach- und Preisrisiken regelmäßig auf den Leasingnehmer übertragen.⁴⁰² Die Gefahr des zufälligen Untergangs verbleibt jedoch beim Leasinggeber.⁴⁰³

3.3 Zielsetzungen der Bereitstellung von Unternehmensimmobilien

3.3.1 Maximierung des Unternehmenswertes

Das Primärziel der Immobilienbereitstellung ist die Steigerung des Unternehmenswertes. Diese relativ abstrakte Zielgröße wird von verschiedenen Faktoren beeinflusst, unter anderem von den mit der Bereitstellung einhergehenden Kosten und Risiken, aber auch von Alternativinvestitionen etc. Die Zielsetzung der Steigerung des Shareholder Value ist durch die Verfolgung der folgenden Ziele zu operationalisieren:

- Optimierung der Flächenversorgung der Geschäftsbereiche,
- Sicherung der Verfügbarkeit von Immobilien,
- Sicherung der Kontrolle über strategische bedeutende Immobilien,

³⁹⁸ Vgl. Pederson/Wooten, Market Focus, S. 368.

³⁹⁹ Vgl. Huffman, Risk Management, S. 37; Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 120.

⁴⁰⁰ Vgl. Pederson/Wooten, Market Focus, S. 368.

⁴⁰¹ Vgl. Feinen, Leasinggeschäft, S. 26.

⁴⁰² Vgl. Feinen, Leasinggeschäft, S. 26.

⁴⁰³ Vgl. Kummer, Portfoliotransaktionen, S. 86.

- Optimierung der Immobilienbereitstellungskosten,
- Optimierung der Kapitalbindung in Immobilien,
- Optimierung der Flexibilität der Immobilienbereitstellung,
- Minimierung immobilienbezogener Risiken.

3.3.2 Optimierung der Flächenversorgung der Geschäftsbereiche

Ein wesentliches Ziel der Immobilienbereitstellung ist die optimale Flächenversorgung der Nutzer.⁴⁰⁴ Dies gilt sowohl in quantitativer als auch insbesondere in qualitativer Hinsicht. Standortentscheidungen beeinflussen den Unternehmenserfolg wesentlich.⁴⁰⁵ Daneben haben auch die architektonische Gestaltung von Immobilien und die Qualität der Arbeitsumgebung wesentlichen Einfluss auf die Mitarbeiterproduktivität.⁴⁰⁶ Je nach Arbeitsinhalt werden unterschiedliche Flächen benötigt, deren Einfluss auf die Produk-

⁴⁰⁴ Vgl. Dewulf/van der Schaaf, Scenario Planning, S. 23; Nourse/Roulac, Linking Real Estate Decisions, S. 481-483.

⁴⁰⁵ Vgl. Spee/Douw, Location Strategies, S. 30; Manning/Rodriguez/Ghosh, Location Strategy, S. 321 und S. 336; Bomba/Samuells, Labor-Based Portfolio Strategy, S. 6. Empirische Untersuchungen belegen positive abnormale Renditen von Standortverlagerungen, insbesondere solcher, die zum Zwecke einer Kostenreduktion oder Umsatzsteigerung durchgeführt werden. Vgl. Alli/Ramirez/Yung, Headquarters Relocation, S. 589 und S. 598; Chan/Gau/Wang, Business Relocations, S. 89; Ghosh/Rodriguez/Sirmans, Relocations, S. 292; Manning/Rodriguez/Ghosh, Location Strategy, S. 335; Bhabra/Lel/Tirtiroglu, Business Relocations, S. 353 f. und S. 357. „Nothing signals change more powerfully than physical relocation.“ Ettorre, Strategic New World, S. 45. Dagegen werden Standortverlagerungen in übermäßig teure Bürogebäude oder andere das Management begünstigende Standortverlagerungen mit Kurabschlägen bestraft. Vgl. Ghosh/Rodriguez/Sirmans, Relocations, S. 292; Spee/Douw, Location Strategies, S. 335.

⁴⁰⁶ In der Dienstleistungsbranche und in forschungsintensiven Branchen wie Informationstechnologie, Biotechnologie und Pharmaindustrie bspw. ist der Erfolg sehr stark abhängig von Humankapital und Mitarbeiterkommunikation. Immobilienentscheidungen spielen nicht nur eine Rolle bei der Anwerbung und Bindung von Mitarbeitern. In diesem Zusammenhang führt LINNEMAN an: „Will I have a better top line if I lose my best professionals because they don't want to share an office? These people [...] are generating [...] profit [...], those remaining aren't big producers. They're happy to share offices because they're happy to have a job.“ Linneman, Corporate Real Estate Market, S. 13. Immobilienentscheidungen haben auch einen wesentlichen Einfluss auf die Produktivität der Mitarbeiter. Im Rahmen einer Studie des Massachusetts Institute of Technology konnte nachgewiesen werden, dass 80 % aller Innovationen im persönlichen Kontakt entstehen. Vgl. Henn, Kommunikation formt Raumstruktur, S. 69. Die Gestaltung von Büroimmobilien hat wesentlichen Einfluss auf die Frequenz der Kommunikation zwischen Arbeitnehmern. Vgl. Allen, Architecture and Communication, S. 3-26; Nordwig, Büro, S. 28; Henn, Kommunikation formt Raumstruktur, S. 71. Zum Einfluss der Arbeitsplatzumgebung auf die Mitarbeiterproduktivität und zur Unsicherheit bzgl. ebendieser vgl. auch Earle, Attract and Retain, S. 244-257; Roelofsen, Office Environments, S. 259-261; Vos/van der Voordt, Working Environment, S. 48 f.; Bradley/Osborne, Catalyst or Constraint?, S. 188 f.; Mather, Occupancy Planning, S. 171; Price, Productivity, S. 4 f.; Pelzeter, Büroarbeitsplätze, S. 16; Becker/Sims, Managing Uncertainty, S. 66 f.; Becker/Pearce, Financial Implications, S. 20, 24 f. und S. 32; Becker/Pearce, Human Resource Factors, S. 221, 223 und S. 238. BECKER/PEARCE haben ein Modell entwickelt, dass Personalfaktoren in die Wirtschaftlichkeitsanalyse von Immobilienbereitstellungsalternativen einbezieht. Vgl. hierzu Becker/Pearce, Human Resource Factors, S. 228-237.

tivität der Arbeitnehmer nicht zu unterschätzen ist.⁴⁰⁷ Infolgedessen sollte Flächenversorgung sich nach den Arbeitsabläufen der Mitarbeiter richten, um das Arbeitsumfeld optimal zu gestalten.⁴⁰⁸

3.3.3 Sicherung der Verfügbarkeit und Sicherung der Kontrolle über strategisch bedeutende Immobilien

Eng mit der optimalen Versorgung verknüpft ist der Aspekt der Verfügbarkeit von Immobilien. Die Corporate Real Estate-Einheit muss bestmöglich sicherstellen, dass Immobilien verfügbar sind, sobald sie gebraucht werden.⁴⁰⁹ Eine Verfehlung dieses Ziels kann insbesondere bei wachsenden Unternehmen die Wettbewerbsposition erheblich beeinträchtigen, wenn Chancen nicht wahrgenommen werden können, da Flächen nicht zur Verfügung stehen.⁴¹⁰ Das Vorhalten von Reserveflächen ist somit teilweise unvermeidbar.⁴¹¹ Da es sehr kosten- bzw. kapitalintensiv ist und somit auf ein Minimum reduziert werden sollte,⁴¹² kommt der Fähigkeit der Corporate Real Estate-Einheit, auftretenden Flächenbedarf zügig zu decken, eine große Bedeutung zu.⁴¹³ „Facility managers and real estate professionals in organizations today find themselves struggling to match the sloth-like-speed of conventional workplace making with the time-warp rush

⁴⁰⁷ Es ist empirisch nachgewiesen, dass bspw. ein optimierter Büroarbeitsplatz zwischen 5 und 15 % Produktivitätszuwachs herbeiführen kann. Vgl. Haynes et al., Property, S. 13; Roelofsen, Office Environments, S. 259.

⁴⁰⁸ Vgl. Arend, Competitive Advantage, S. 76.

⁴⁰⁹ Vgl. Deeble, Procurement, S. 145.

⁴¹⁰ Vgl. Deeble, Procurement, S. 145.

⁴¹¹ Teilweise werden in neuen Gebäuden Teile noch nicht ausgebaut und als Reserveflächen vorgehalten. Diese Vorgehensweise wird als „Shelling“ bezeichnet; die noch ungenutzten Flächen werden „Dark Space“ genannt, da sie weder voll beheizt noch beleuchtet werden. Vgl. Becker/Sims, Managing Uncertainty, S. 291. Intel Corporation bspw. baut Produktionsgebäude schon zwei Jahre im Voraus, d.h. bevor feststeht, welche Erzeugnisse dort produziert werden sollen und ob der Markt wächst. Durch diese programmierte Kapazitätserweiterung schreckt das Unternehmen potenzielle Wettbewerber vor einem Markteintritt ab und hindert sie daran, Fuß zu fassen, falls Intel nicht in der Lage ist, die Nachfrage zu decken. Vgl. Eisenhardt/Brown, Time Pacing, S. 60.

⁴¹² Dass dies oftmals nicht der Fall ist, zeigen auch Pfnür/Armonat, Conflict, S. 321 f. sowie Porten, Buy-and-hold, S. 2 auf.

⁴¹³ Vgl. Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 228. „Time to market is a major factor in business competitiveness that requires flexible and fast-track planning solutions.“ Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 228.

of organizational change. It is like trying to run a hundred yard dash wearing concrete blocks for shoes.“⁴¹⁴

Die Sicherung der langfristigen Kontrolle ist insbesondere für Immobilien von Bedeutung, die für eine dauerhafte Nutzung durch das Unternehmen vorgesehen sind.⁴¹⁵ Ein Verlust dieser Immobilien würde die Geschäftstätigkeit und den Erfolg des Unternehmens wesentlich beeinflussen, so dass die Verfügbarkeit dieser Objekte unbedingt durch angemessene Maßnahmen zu sichern ist.

3.3.4 Optimierung der Immobilienbereitstellungskosten

Die Optimierung der Bereitstellungskosten ist eine weitere Zielsetzung der Immobilienbereitstellung, die zu einer Steigerung des Unternehmenswerts beitragen kann.⁴¹⁶ Beispielhaft hierfür kann die Unterbringung so genannter Back Office-Funktionen einer Bank an kostengünstigen Standorten genannt werden, während Filialen und andere Funktionen mit Kundenkontakt in hochwertigen Innenstadtlagen anzusiedeln sind.⁴¹⁷ Insbesondere bei reifen Unternehmen kann ein Kostenvorteil bei der Immobilienbereitstellung einen oder den wesentlichen Vorteil gegenüber Wettbewerbern darstellen.⁴¹⁸ Bei wachsenden Unternehmen mit höheren Margen und größerer Dynamik dagegen spielt eine Kostenoptimierung eine geringere Rolle gegenüber Agilität und Flexibilität: „Microsoft looks at the cost of not having real estate online.“⁴¹⁹

⁴¹⁴ Becker/Sims, Managing Uncertainty, S. 12. Auch OUYE/KRAMER/DOUGLAS verdeutlichen die Problematik, wenn sie sagen: „Sun is no exception, and its overall planning styles – ,surprise management‘ – where ,turbulence‘ is relatively high compared to the simpler, ,control‘ style of management. Surprise management is when the facility manager is called into the boss’s office on Monday morning and is handed a ,surprise‘ reorganization plan which will require 200 new workstations in two months. ,Turbulence‘ reflects the rapid changes in the business environment and the adaptations made by the company in response.“ Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 11.

⁴¹⁵ “When the operational needs are viewed in the long term, asset control is the corporate concern.“ Pederson/Wooten, Market Focus, S. 368.

⁴¹⁶ Vgl. Nourse/Roulac, Linking Real Estate Decisions, S. 480; Roulac, Strategic Real Estate Framework, S. 333. Die Kostenoptimierung wird häufig auch als Kostenminimierung bezeichnet. In der Praxis ist jedoch selten zu beobachten, dass Unternehmen sich tatsächlich an den kostengünstigsten Standorten in standardisierten Flächen anmieten. Zutreffender ist, dass die kostengünstigste Alternative für ein bestimmtes Qualitätsniveau an einem bestimmten Standort angestrebt wird. Vgl. Nourse, Real Property Performance, S. 438; Mather, Intuition vs. Analysis, S. 25. „Enlightened corporate property management is about providing the optimum value for money; it is about balancing quality and appropriate space with cost, and remembering that property is just a place for people to do business, make a product and sell goods or services.“ McNamara, Future Role, S. 127.

⁴¹⁷ Vgl. Nourse/Roulac, Linking Real Estate Decisions, S. 480.

⁴¹⁸ Vgl. Krumm/Dewulf/de Jonge, Evolving Structures, S. 60; Weatherhead, Property Issues, S. 17.

⁴¹⁹ Lyne, Expansion, S. 494.

Bei der Beurteilung von Bereitstellungsalternativen sind sowohl direkte als auch indirekte Kosten einzubeziehen. Sie beinhalten Nebenkosten der Akquisition wie Maklergebühren und Mitarbeitergehälter der Corporate Real Estate-Einheit, laufende Bereitstellungskosten – ob in Form von Miete oder Kapitalkosten – sowie die möglichen zukünftigen Kosten eines frühzeitigen Bedarfswegfalls.⁴²⁰ „These potential future costs [...] can be thought of as costs of inadequate flexibility.“⁴²¹

Die Kapitalkosten sind unbedingt in die Beurteilung der Bereitstellung durch Eigentum einzubeziehen. ROULAC betont diese als „[...] the primary cost component of space-users' economics.“⁴²²

3.3.5 Optimierung der Kapitalbindung

Sachanlagen – insbesondere solche, die eine geringe Flexibilität aufweisen – wirken sich zunehmend negativ auf die Agilität eines Unternehmens und dessen Bewertung durch die Kapitalmarktakteure aus.⁴²³ Die Vermeidung einer hohen Kapitalbindung in Immobilien verschafft Unternehmen mehr finanziellen Spielraum für die Kerngeschäftstätigkeit.⁴²⁴ Zudem kann eine Verringerung bzw. Optimierung der Kapitalbindung in Immobilien den Konflikt zwischen Eigentümer- und Nutzerzielen innerhalb des Unternehmens reduzieren oder gar beilegen.⁴²⁵ Eine Kapitalbindung in Immobilien sollte nur dann vorgenommen werden, wenn aufgrund der hohen Spezifität, der strategischen Bedeutung oder aufgrund von Investitionen in fest installierte Anlagen keine andere Möglichkeit der Bereitstellung besteht.⁴²⁶ Selbst wenn Unternehmen über große Mengen an Barmitteln verfügen und eine Investition in Immobilien möglich wäre, sollte es in

⁴²⁰ Vgl. Deebble, Procurement, S. 145.

⁴²¹ Deebble, Procurement, S. 145.

⁴²² Roulac, Strategic Real Estate Framework, S. 338.

⁴²³ Vgl. Chirgwin, Organisational Model, S. 139.

⁴²⁴ Vgl. Linneman, Coming Disposal, S. 2; Linneman, Corporate Real Estate Market, S. 11; Grübler, Immobilienleasing, S. 699. „Capital flexibility becomes an enormous asset.“ Linneman, Corporate Real Estate Market, S. 11.

⁴²⁵ Vgl. Pfnür/Armonat, Conflict, S. 323. „If space is owned, investment in real estate assets have to compete with investment in other corporate assets.“ Liow/Ooi, Analysis and Management, S. 242.

⁴²⁶ Vgl. Chirgwin, Organisational Model, S. 139; Linneman, Corporate Real Estate Market, S. 11 f. „Simply stated, ownership should only be considered where there is a clear competitive advantage or where the investments (tenant improvements) to establish a facility require control of the property, as with bio-tech or manufacturing operations.“ Chirgwin, Organisational Model, S. 139. „It's a negative, not a positive anytime you're building.“ Linneman, Corporate Real Estate Market, S. 11. „...with unique assets, sometimes you've just got to build them. However, you want to make that a last rather than a first resort.“ Linneman, Corporate Real Estate Market, S. 12. WEIMER konstatiert in seinen Ausführungen aus dem Jahr 1966: „In general, I am inclined to suggest that the manager should think of the investment aspects of real estate *only* if he can first justify it on a user basis.“ Weimer, Real Estate Decisions, S. 109.

den meisten Fällen vorgezogen werden, die Mittel an die Anteilseigner auszuschütten, statt sie in Aktivitäten zu investieren, die nicht zum Kerngeschäft des Unternehmens zählen.⁴²⁷ „Ownership of occupied property [...] becomes more difficult to justify.“⁴²⁸

Entscheidungen bzgl. der Immobilienbereitstellung sind abhängig von den Kapitalkosten und der Kapitalstruktur des Unternehmens.⁴²⁹ Insbesondere bei Unternehmen mit hohen Kapitalkosten ist eine Bereitstellung vorzuziehen, die nicht zu einer hohen Kapitalbindung führt und mit der dynamischen Unternehmensentwicklung in Einklang gebracht werden kann. Generell ist jedoch davon auszugehen, dass die Anmietung von Immobilien – insbesondere bei erhöhter Flexibilität durch Optionen – höhere Kosten verursacht als die Bereitstellung durch Eigentum oder langfristige Anmietung. Somit sollte der relativ stabile Immobilienbedarf durch eine kostengünstige mittel- bis langfristige Bereitstellung erfolgen, während der instabile Immobilienbedarf kurzfristig gedeckt werden sollte.⁴³⁰ Auch wenn die Bereitstellung von Immobilien durch Eigentum wirtschaftlich gesehen grundsätzlich Sinn macht, so ist die Transferierung von Immobilienrisiken durch Sale-Leaseback-Transaktionen dann zweckmäßig, wenn das Unternehmen mit der Aufgabe der entsprechenden Flächen rechnet oder der weitere Bedarf ungewiss ist.⁴³¹

3.3.6 Minimierung immobilienbezogener Risiken

Da Unternehmen Flächen benötigen und sowohl die Anmietung als auch das Eigentum an Immobilien mit Risiken einhergeht, ist eine Vermeidung immobilienbezogener Risiken nicht möglich. Strategische Entscheidungen über Qualität, Größe und Lage der zukünftigen Flächenbereitstellung unterliegen Unsicherheiten bzgl. des Unternehmenswachstums, Veränderungen der Flächennachfrage und Entwicklungen des Immobilienmarktes.⁴³² Diese Unsicherheiten resultieren in Immobilienbereitstellungsrisiken – insbesondere in Bezug auf Flächenüberhänge und Flächenknappheit⁴³³ – die zu managen sind. Risikomanagement bedeutet nicht, die Bereitstellungsrisiken gänzlich zu vermeiden, sondern in einem kontrollierten Prozess die optimale Immobilienbereit-

⁴²⁷ Vgl. Woollam, Flexibility, S. 78.

⁴²⁸ Pederson, Corporate Real Estate (1, 1), S. 77.

⁴²⁹ „Decisions should be made in the light of the impact on a company's overall cost of capital and capital structure.“ Rodriguez/Sirmans, Effects, S. 31.

⁴³⁰ Vgl. Wainwright, Divestment, S. 341.

⁴³¹ Vgl. Pederson/Wooten, Market Focus, S. 368. Vgl. auch Pfnür/Schäfer/Armonat, Real Option, S. 249.

⁴³² Vgl. Dewulf/van der Schaaf, Scenario Planning, S. 19 f.

⁴³³ Vgl. Mather, Intuition vs. Analysis, S. 5.

stellung zu erreichen.⁴³⁴ Dies kann auf drei Arten erfolgen: eine effektive Prognose des zukünftigen Immobilienbedarfs, eine gute Kenntnis des Immobilienbestands und Flexibilität und Exit-Strategien.

Im Rahmen der Immobilienkapitalanlage bedeutet Risiko bzw. Volatilität die Häufigkeit und das Ausmaß von Preisschwankungen über eine bestimmte Periode. Im Rahmen des Corporate Real Estate Portfoliomanagements besteht das Risiko ebenfalls in einer Volatilität. Doch bei Unternehmensimmobilien spielt die Preisvolatilität bezogen auf Immobilienwerte oder Mieten eine geringere Rolle als Schwankungen des quantitativen und qualitativen Flächenbedarfs. Dies bedeutet, dass zwar vermieden werden sollte, dass die Vertragsmiete über der Marktmiete liegt oder dass eine Veräußerung von Immobilien unterhalb des Buchwertes stattfindet. Wichtiger für den Unternehmenserfolg ist jedoch die Vermeidung einer ineffektiven oder ineffizienten Flächennutzung und von Leerstand.⁴³⁵ „Loss of utility can have a much higher risk-to-value multiplier to a business than rent or market value mismatches.“⁴³⁶ Eine von der Cass Business School und Actium Consult durchgeführte Studie über die Kosten pro Büroarbeitsplatz kam zu dem Ergebnis, dass die Kosten pro Arbeitsplatz bei vorzeitigem Wegfall des Bedarfs und Aufgabe der Flächen erheblich steigen können.⁴³⁷

Angesichts zunehmend differenzierter Methoden der Unternehmensbeurteilung durch Analysten gewinnt die relative Effizienz der Immobilienbereitstellung bzw. -nutzung durch Unternehmen wesentlich an Bedeutung für die Einschätzung des Manage-

⁴³⁴ Vgl. Bomba, Right Space, S. 1.

⁴³⁵ Vgl. Pederson, Corporate Real Estate (2, 1), S. 83 f. Die jährliche CREMRU-JCI Survey of Corporate Real Estate Practices erhebt seit 2000 auch den Leerstand am Gesamtbestand der Unternehmensimmobilien. Seit 2000 liegt die Leerstandsquote konstant bei 7-8 %. Vgl. Bon/Luck, CREMRU-JCI 2002 Technical Report, S. 20. Ein ähnliches Ergebnis ergab auch eine informelle Befragung durch CoreNet Global im November 2002. Danach waren bei 29 % der befragten Unternehmen zwischen 10 und bis zu 30 % des Gesamtbestands ungenutzt. Vgl. Binzel, Space Needs, S. 80. Daten der Occupiers Property Databank zeigen einen durchschnittlichen Leerstand von 6 % im Eigentumsportfolio. Vgl. Gibson et al., Needs & Choices, S. 13. Dabei ist der Leerstand bei kleinflächigen wesentlich höher als bei großflächigen Büros. Vgl. Gibson et al., Needs & Choices, S. 13.

⁴³⁶ Pederson, Corporate Real Estate (2, 1), S. 84.

⁴³⁷ Das angeführte Beispiel geht von der Aufgabe des Arbeitsplatzes nach dem ersten Jahr aus. Dabei wird für das Auffinden eines Nach- oder Untermieters von einer Suchzeit von einem Jahr ausgegangen. In diesem Beispiel verdoppeln sich die Kosten des Arbeitsplatzes. Vgl. Woollam, Flexibility, S. 75 f. Abhängig von der Marktlage ist es zudem wahrscheinlich, dass die Vertragsmiete über der durch Untervermietung erzielten Miete liegt, so dass die Differenz über die Restvertragslaufzeit anfällt. Geht man davon aus, dass die aufgegebene Fläche aus rechtlichen Gründen nicht untervermietet werden kann, so steigen die Kosten pro Arbeitsplatz je nach Restlaufzeit des Mietvertrages im Extremfall auf ein Vielfaches. Zum Einfluss ungenutzter Büroarbeitsplätze auf die Bereitstellungskosten vgl. auch Leykam, Flächenverbrauch, S. 4.

ments.⁴³⁸ Zudem sind sowohl nach IAS/IFRS als auch nach US GAAP Mietverpflichtungen ungenutzter Flächen zu bilanzieren.⁴³⁹ Dies resultiert in einer höheren Wachsamkeit bei der Unterzeichnung neuer Mietverträge.⁴⁴⁰ Demnach ist nicht nur die Veräußerung der Immobilien, sondern auch die Fristigkeit der Mietverträge maßgeblich für die Risikoposition des Unternehmens. „The exit strategy [for leased facilities] simply isn't there.“⁴⁴¹

Corporate Real Estate Manager müssen die Dynamik dieser Risiken und ihren Einfluss auf das Corporate Real Estate Portfolio verstehen, um die angemessene Form der Bereitstellung sowie die Intensität des Managements bestimmen zu können. Je volatiliter das Geschäftsumfeld und die Geschäftstätigkeit eines Unternehmens ist, desto größer ist die Notwendigkeit eines Portfoliomanagements im Rahmen dessen zur Minimierung dieser Risiken eine Risikoanalyse durchgeführt wird.⁴⁴²

Zahlreiche Instrumente können die Risiken der Immobilienbereitstellung reduzieren. Dazu zählen die Vermeidung von Risiken durch eine Anpassung der Immobilienbereitstellung an die strategische Planung des Unternehmens auf Basis einer Untersuchung des Immobilienmarktes, eine regelmäßige Analyse und Anpassung von Immobilienbedarf und –bereitstellung, der Abschluss von Versicherungen und Diversifikation.⁴⁴³ Letzteres bezieht sich weniger auf die Diversifikation des Immobilieneigentums nach Standorten und Nutzungsarten, sondern auf ein ausgewogenes Portfolio aus angemieteten, geleasten und im Eigentum befindlichen Unternehmensimmobilien.⁴⁴⁴ Die Mischung von Eigentum und Miete kann das Verwertungsrisiko reduzieren, während die Staffelung von Mietvertragslaufzeiten das Risiko des Auslaufens sämtlicher Mietverträge in einem steigenden Mietmarkt und somit das Risiko steigender Mieten

⁴³⁸ Vgl. Woollam, Flexibility, S. 74.

⁴³⁹ Vgl. Die Kommission der europäischen Gemeinschaften, IAS 37, S. L261/332 sowie Financial Accounting Standards Board of the Financial Accounting Foundation, FAS 146, S. 9; Bomba, Right Space, S. 2. Das Unternehmen TUI bspw. hat im Geschäftsjahr 2003 Rückstellungen für angemietete Immobilien angesetzt, die nicht genutzt werden. Vgl. TUI Aktiengesellschaft, Geschäftsbericht 2003, S. 187. Auch Unternehmen wie Sun Microsystems Inc. und Merrill Lynch & Co haben Rückstellungen in dreistelliger Millionenhöhe (US \$) für leer stehende, angemietete Flächen gebildet. Vgl. Rich, Accounting for Space, S. C.1. Auch in Großbritannien sind für Mietverbindlichkeiten für „onerous leases“ nach FRS 12 Rückstellungen zu bilden. Vgl. Cooke, FRS 12, S. 309; O'Roarty, Flexible Space, S. 71.

⁴⁴⁰ Vgl. Nelson Bakewell/OPD, Shorter Leases, ohne Seite.

⁴⁴¹ Pederson/Wooten, Market Focus, S. 368.

⁴⁴² Vgl. Gibson, Strategic Risk, S. 13.

⁴⁴³ Vgl. Huffman, Risk Management, S. 38.

⁴⁴⁴ Vgl. Huffman, Risk Management, S. 39; Deeble, Procurement, S. 144.

senkt.⁴⁴⁵ Doch auch die geografische Diversifikation führt zu einer effektiven Reduktion immobilienbezogener Risiken, da sie einerseits die Abhängigkeit von einem oder wenigen Immobilien-Teilmärkten verhindern und daneben auch das Verwertungsrisiko mindert. „Yet an emphasis on diversification is entirely inappropriate for CRE [corporate real estate]. The location strategies of a firm are driven by considerations such as labor supply, access to transportation and the cost of doing business, not by diversification.“⁴⁴⁶ Andererseits kann – abgesehen von immobilienbezogenen Risiken – durch eine Standortdiversifikation auch die Abhängigkeit von einem Arbeitsmarkt und damit ein wesentlicher Bestandteil des gesamtunternehmerischen Risikos reduziert werden.⁴⁴⁷

Das Verwertungsrisiko lässt sich auch durch unterteilbare Gebäude⁴⁴⁸ oder campusartige Konzeptionen reduzieren.⁴⁴⁹ Anstelle der ehemals gebräuchlichen monolithischen, rigiden und relativ spezialisierten Firmengebäude⁴⁵⁰ werden hierbei eine Vielzahl durch ein Gesamtkonzept miteinander verbundener Gebäude errichtet, die sowohl eine Kontraktion als auch eine Expansion der eigengenutzten Flächen ermöglichen, da Teilflächen leicht vermietet und im Bedarfsfall neue Gebäude angegliedert werden können.⁴⁵¹ „Development of an exit strategy up front for each site [...] should be clearly articulated in the site’s Master Plan. Doing so may discourage mega-building design solutions and development that makes site disposal more difficult in the future.“⁴⁵²

⁴⁴⁵ Vgl. Huffman, Risk Management, S. 39.

⁴⁴⁶ Deebie, Procurement, S. 144.

⁴⁴⁷ Vgl. Huffman, Risk Management, S. 39.

⁴⁴⁸ WOOLLAM bezeichnet Immobilien, die physisch nicht in mehrere separate Einheiten unterteilt werden können, sogar als Bauten mit „fundamentalem Konstruktionsfehler“. Vgl. Woollam, Flexibility, S. 79. ETTORRE bezeichnet die eingeschränkte Verwendbarkeit von Unternehmenshauptsitzen als „White Elephant Syndrome“. Vgl. Ettore, Strategic New World, S. 45.

⁴⁴⁹ Vgl. Waters, Trends, S. 15; Jones, Underwriting Criteria, S. 14; Mackay/Kessler-Park, Disposal of Special-Purpose Assets, S. 22. Campus-Lösungen wurden bspw. von Apple Computer, Inc. und der Deutsche Telekom AG umgesetzt. Vgl. Becker/Sims, Managing Uncertainty, S. 74 bzw. Interview vom 18.1.2005 mit Herr Volker Dittmeier, Sireo Real Estate Asset Management GmbH.

⁴⁵⁰ „From the 1960s on, building size and visibility proclaimed corporate success. ‚Curb appeal‘ became architectural dogma; companies competed for naming rights.“ Apgar, Deconcentration, S. 58. Viele Unternehmen begehen (auch heute noch) den Fehler, Gebäude zu bauen, die kaum wirtschaftlich verwertet werden können. Vgl. Wilson, Facilities Strategies, S. 29.

⁴⁵¹ Vgl. Waters, Trends, S. 14 f.; Becker/Sims, Managing Uncertainty, S. 74 sowie Interview vom 18.1.2005 mit Herrn Volker Dittmeier, Sireo Real Estate Asset Management GmbH. „‚Trophy‘ buildings lose their value, as functionality supersedes image [...]. Building designs return to the fundamentals of ‚efficient‘ and ‚attractive‘, not dominant and imposing.“ Apgar, Deconcentration, S. 58. „[...] the monolithic, rigid, and highly specialized corporate place is on an endangered species list.“ Waters, Trends, S. 15.

⁴⁵² Mackay/Kessler-Park, Disposal of Special-Purpose Assets, S. 22.

3.3.7 Optimierung der Flexibilität

„Change has become a constant for the business sector. There has always been the business cycle, and it is still there. But this is distinct from the rate at which business must cope with fundamental, structural change, which is accelerating.“⁴⁵³ Immobilienverantwortliche müssen sicherstellen, dass das Kerngeschäft über Immobilienbestände verfügt, die optimale strategische Flexibilität gewährleisten.⁴⁵⁴ Dies gilt nicht nur in Bezug auf bereits in Nutzung befindliche Flächen, sondern auch in Bezug auf die zügige Bereitstellung neuer Flächen.⁴⁵⁵ Angesichts der Vielfalt an Flexibilitätsbegriffen und unterschiedlicher Begriffsauffassungen ist eine Systematisierung als Basis der Entscheidungsfindung notwendig.⁴⁵⁶ Flexibilität resultiert aus verschiedenen Quellen:

- Physische Flexibilität

Die Bauweise und die Konzeption einer Immobilie legen die physische Flexibilität der Immobilie fest.⁴⁵⁷ Sie wird determiniert durch die Leichtigkeit und die Kosten der Veränderung der Gebäudestruktur.⁴⁵⁸ Inflexible Immobilienstrukturen erschweren eine Adaption an veränderte Bedürfnisse; eine anpassungsfähige Bauweise dagegen erhöht die physische Flexibilität. Im industriellen Sektor führen neue Produktions- und Prozessmethoden in immer kürzeren Zeitabständen zu gravierenden Veränderungen im Bereich der Betriebsmittel und Gebäude.⁴⁵⁹ Der rapide technologische Wandel und die Geschwindigkeit der Innovation werden Produktlebenszyklen weiter verkürzen.⁴⁶⁰ Infolgedessen ist der Zusammenhang zwischen den Produktlebenszyklen innerhalb des Unternehmens und den Immobilienlebenszyklen der jeweils ge-

⁴⁵³ Joroff, Management Strategies, S. 5.

⁴⁵⁴ Vgl. Roulac, Strategic Real Estate Framework, S. 333; Pfnür/Armonat, Conflict, S. 322.

⁴⁵⁵ „Exit strategies are essential for new facilities.“ Waters, Trends, S. 15.

⁴⁵⁶ „‘Flexibility’, a word much used by the property market, is seldom defined, and even less priced.“ Worthington, Real Estate Strategies, S. 87. „But while everyone from General Motors to BT recites its personal flexibility mantra, there is little agreement within industries (even within the same company) on its precise definition in real estate occupancy terms. The measure of flexibility has many dimensions: asset-specific versus portfolio, importance of premises control, location sensitivity, product life cycle and market strategy modification – most of these select length of occupation as a principal factor in operating flexibility.“ Pederson, Corporate Real Estate (1, 1), S. 78.

⁴⁵⁷ Vgl. Gibson, Property Portfolio Dynamics, S. 154.

⁴⁵⁸ Vgl. Worthington, Real Estate Strategies, S. 87.

⁴⁵⁹ Eine Studie über 175 Werks- bzw. Betriebsschließungen, die bereits in den frühen achtziger Jahren des letzten Jahrhunderts durchgeführt wurde, ergab, dass die Anlagen im Mittel bei der Schließung nur 13 Jahre alt waren; ein Drittel der Anlagen war nur sechs Jahre oder kürzer in Betrieb. Nahezu die Hälfte der Anlagen wurde geschlossen, weil die Produktionstechnologie oder die räumliche Anordnung überholt oder ineffizient waren. Vgl. Schmenner, Business Location, S. 237-239 sowie Nourse, Flexibility, S. 25; Nourse, 1990s, S. 20.

⁴⁶⁰ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 4; Nourse, Flexibility, S. 25.

nutzten Objekte maßgeblich für die Notwendigkeit physischer Flexibilität.⁴⁶¹ Auch die Veränderung der Büroarbeit erfordert physische Flexibilität, die es erlaubt, Räumlichkeiten zu rekonfigurieren, falls die Bedürfnisse sich verändern.⁴⁶²

Die physische Flexibilität ist insbesondere für Gebäude von Relevanz, die als Kernbestand dauerhaft oder unbefristet gehalten werden.⁴⁶³ Sie kann durch intelligente architektonische Konzepte deutlich erhöht werden.⁴⁶⁴ Ein hohes Maß an physischer Flexibilität erweitert nicht nur die Möglichkeiten der Anpassung an Veränderungen der Nutzeranforderungen, sondern auch die einer wirtschaftlichen Verwertung, d.h. einer maximalen Kapitalfreisetzung.⁴⁶⁵

▪ Funktionale Flexibilität

Die funktionale Flexibilität bezieht sich auf die Nutzungsmöglichkeiten für unterschiedliche Zwecke. Dies gilt sowohl in Bezug auf Räumlichkeiten, d.h. die Multifunktionalität von Flächen, die durch die Raumaufteilung und -ausstattung bedingt ist,⁴⁶⁶ als auch in Bezug auf das gesamte Objekt, d.h. die funktionale Flexibilität im Sinne der Möglichkeit einer alternativen Nutzung. Diese wird vom Bauplanungsrecht und von der Lage beeinflusst, d.h. von der Nähe zu den Arbeitnehmern, Kunden etc.⁴⁶⁷

Innovative Arbeitsformen bestimmen die Anforderungen an Büroimmobilien.⁴⁶⁸ Team- und Projektarbeit nimmt zu, so dass Bedarf für eine Vielfalt von Räumlichkeiten besteht.⁴⁶⁹ Die Nutzungsspezifität von Räumen sollte so gering wie möglich und so hoch wie nötig sein, um die Produktivität der Arbeit zu fördern, gleichzeitig aber andere Nutzungen zu erlauben.

⁴⁶¹ Vgl. Bon, Real Property Portfolio Management, S. 1004; Bon, Principles, S. 9; Bon, Immobilienstrategien, S. 190. „The stage in the cycle in which a particular property may be found needs to be understood in the light of other cycles which are important to an organization, such as product and/or process cycles. CREM is concerned with the entire real property cycle of each property in the portfolio, although it focuses on the utilization and operation stage. More precisely, it is concerned with the relationship between the real property cycle and other strategic cycles characterizing the organization in question.“ Bon, Principles, S. 9. „Building and business life cycles are disparate and obsolescence, albeit with different emphasis, is an issue at each stage.“ Haynes et al., Property, S. 8.

⁴⁶² Vgl. Gibson, Flexible Space, S. 17.

⁴⁶³ Vgl. Woollam, Flexibility, S. 78.

⁴⁶⁴ Wesentlich sind hierbei die Platzierung der Immobilie auf dem Grundstück sowie die Konstruktion des Installationskerns der Immobilie. Vgl. Nourse, Flexibility, S. 26; Nourse, 1990s, S. 20. Vgl. auch Worthington, Real Estate Strategies, S. 90-92.

⁴⁶⁵ Vgl. Pierschke, Facilities Management, S. 283; Weatherhead, Property Issues, S. 23; Nourse, 1990s, S. 21.

⁴⁶⁶ Vgl. Gibson, Property Portfolio Dynamics, S. 154; Gibson, Flexible Space, S. 17.

⁴⁶⁷ Vgl. Gibson, Flexible Space, S. 16.

⁴⁶⁸ Vgl. Worthington, Real Estate Strategies, S. 83-87.

⁴⁶⁹ Vgl. Gibson, Flexible Space, S. 15; Ettore, Strategic New World, S. 45 f.

▪ Finanzielle Flexibilität

Finanzielle Flexibilität ist die Möglichkeit, Flächen ohne weitere Kosten- oder Kapitalbindung freizuziehen. Die finanzielle Flexibilität in Bezug auf die Bereitstellung durch Eigentum bezeichnet LINNEMAN als Kapitalflexibilität. Sie ist abhängig von der Fungibilität bzw. Liquidierbarkeit der Immobilie, die wiederum die Kosten und den Zeitaufwand für die Desinvestition bestimmt.⁴⁷⁰ Die finanzielle Flexibilität bezüglich der Bereitstellung durch Anmietung bezeichnet GIBSON als vertragliche Flexibilität und bezieht sich damit auf die Kostenbindung durch die Vertragsgestaltung bzw. die Kündbarkeit von Mietverträgen.⁴⁷¹ Die Form der Bereitstellung und der Umfang der verfügbaren Serviceleistungen bestimmen die finanzielle Flexibilität, da hieraus resultiert, wie schnell Raumkapazitäten auf- und abgebaut werden können.⁴⁷²

Finanzielle Flexibilität kann in Bezug auf die Anmietung durch kurze Mietvertragslaufzeiten sowie durch Sonderkündigungsrechte des Mieters herbeigeführt werden.⁴⁷³ Mit sich verkürzenden Planungszeiträumen und der resultierenden Unsicherheit über den mittel- bis langfristigen Flächenbedarf besteht eine größere Notwendigkeit für die finanzielle Flexibilität der Immobilienbereitstellung.⁴⁷⁴ „Leased space commitments can be terminated easily by simply not renewing the commitment at expiration. Terminating an ownership commitment, on the other hand, imposes costs on the firm to the extent real estate market conditions have deteriorated.“⁴⁷⁵

FITZPATRICK ET AL. definieren als Flexibilität die Möglichkeit der Beschaffung, Erweiterung, Kontraktion oder Aufgabe von Flächen innerhalb eines angemessenen Zeitraums, sowohl innerhalb eines Portfolios als auch auf Ebene einzelner Objekte.⁴⁷⁶

⁴⁷⁰ Vgl. Linneman, Corporate Real Estate Market, S. 11 sowie auch Gibson, Flexible Space, S. 11 und S. 13.

⁴⁷¹ Vgl. Gibson, Flexible Space, S. 16 f. Laut einer Studie von UBS Investment Research verfügten Anfang des Jahres 2004 39 % aller US-amerikanischen Unternehmen über mehr als 10 % unkündbare angemietete, jedoch ungenutzte Flächen. Vgl. Chapman, Unused Office Space, S. 13.

⁴⁷² Vgl. Gibson, Property Portfolio Dynamics, S. 154.

⁴⁷³ Vgl. Wainwright, Divestment, S. 331; Sraeel, Flexibility, S. 25. „Most Chief Financial Officers are as much concerned about the impact of an operational property portfolio on the profit and loss account as they are about reducing its impact on the balance sheet. In this context, reducing the amount of surplus accommodation is of paramount concern, as is reducing the impact of annual depreciation charges. If anything, it is these annual depreciation charges for fitting-out costs that have limited the desire to move towards shorter lease terms and have created an optimum lease term of 10-15 years; flexibility can, however, be maintained by the inclusion of tenant-only break clauses.“ Wainwright, Divestment, S. 331.

⁴⁷⁴ Vgl. Pederson/Wootten, Market Focus, S. 368; White, Corporate Real Estate Strategies, S. 64 f.

⁴⁷⁵ Deeble, Procurement, S. 145.

⁴⁷⁶ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 63.

„Professionelles CREM beginnt dort, wo das Immobilienportfolio den Veränderungsprozess nicht mehr bremst oder belastet, sondern unterstützt.“⁴⁷⁷ Die strategische Neuausrichtung von Unternehmen erfolgt angesichts des technologischen Fortschritts und kürzerer Produktlebenszyklen, der Globalisierung und Deregulierung sowie des wachsenden Kapitalmarktdrucks in immer kürzeren Intervallen.⁴⁷⁸ Strategien beinhalten Restrukturierungen, Konsolidierungen, eine Verkürzung der Intervalle neuer Produkteinführungen, die Erschließung neuer Märkte etc.⁴⁷⁹ Zudem wachsen Unternehmen nicht mehr nur organisch, sondern vor allem durch Akquisitionen und Fusionen.⁴⁸⁰ Weiterhin verändert sich die demographische Entwicklung und damit die Verfügbarkeit von Humankapital und personellen Ressourcen.⁴⁸¹ Diese Rahmenbedingungen erschweren die Planbarkeit der Immobilienbereitstellung und erfordern eine schnelle Anpassungsfähigkeit an neue Situationen.⁴⁸² Somit wächst das Erfordernis von Flexibilität auf allen oben genannten Ebenen. „Decision theory can offer only one tried and tested way to combat uncertainty: flexibility.“⁴⁸³ Die Quellen der Unsicherheit der strategischen Planung werden in Abbildung 8 dargestellt.

Die Unternehmensentwicklung kann sich bei der Immobilienbereitstellung in Standortverlagerungen, zusätzlichem Flächenbedarf und Flächenstilllegungen auswirken.⁴⁸⁴ Die Risiken der Immobilienbereitstellung bestehen – je nach Reife des Unternehmens bzw. Stadium des Produktlebenszyklus und in Abhängigkeit von der Konjunktur – entweder in einer Knappheit an Flächen, die dringend für die Expansion des Geschäfts benötigt

⁴⁷⁷ Wonner, Wertsteigerung, S. 18.

⁴⁷⁸ Vgl. Englert, Strategic Alignment, S. 4; Carn/Black/Rabianski, Operational and Organizational Issues, S. 281 und S. 283; White, Corporate Real Estate Strategies, S. 65.

⁴⁷⁹ Vgl. Mackay/Kessler-Park, Disposal of Special-Purpose Assets, S. 9.

⁴⁸⁰ Vgl. Gibson, Business Space Options, S. 6 f.; Mackay/Kessler-Park, Disposal of Special-Purpose Assets, S. 8 f. Auch ALMOND/ELLIOTT/FOX unterstreichen die Relevanz von Akquisitionen und Fusionen für die Immobilienbereitstellung. Vgl. Almond/Elliott/Foxley, Irrational Exuberance, S. 5.

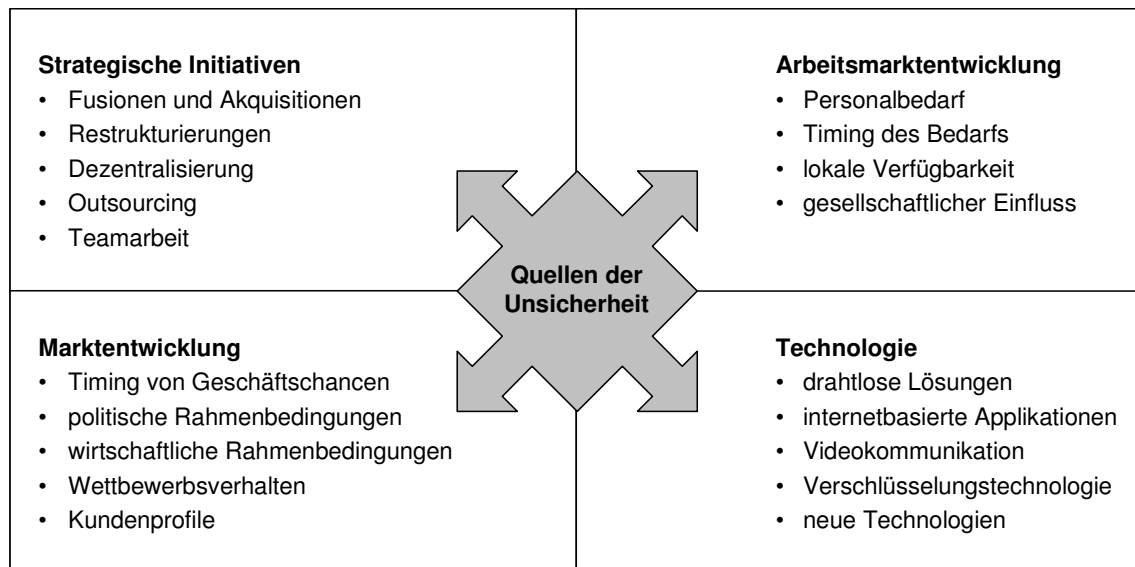
⁴⁸¹ Vgl. Becker/Sims, Managing Uncertainty, S. 7.

⁴⁸² Vgl. Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 230; Gibson, Flexible Space, S. 12; Gibson et al., Needs & Choices, S. 12, Gibson/Barkham, Retail Sector, S. 124, Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 4, Braschel/Scheins, Professionelles Immobilienmanagement, S. 11. sowie Gibling/Black/Moon, Corporate Real Estate Strategy, S. 238. Eine Studie des MIT, die 1987 durchgeführt wurde, ergab, dass 74 % aller Teilnehmer der Auffassung waren, dass Flexibilisierung ein kritischer Gesichtspunkt im Rahmen des Corporate Real Estate Managements ist. Vgl. Veale, Managing Corporate Real Estate Assets, S. 11.

⁴⁸³ Pfnür/Armonat, Conflict, S. 322.

⁴⁸⁴ Vgl. Eul, Corporate Change, S. 19.

werden⁴⁸⁵, oder in (dauerhaftem) Leerstand, der hohe Kosten verursacht, denen keine direkten Erlöse gegenüberstehen.⁴⁸⁶



Quelle: Becker/Sims, Managing Uncertainty, S. 7.

Abbildung 8: Quellen der Unsicherheit der strategischen Entwicklung

Der Flächenbedarf verändert sich somit nicht nur bzgl. der Art der Flächen, sondern insbesondere in Bezug auf das Flächenvolumen, das an einem bestimmten Standort benötigt wird. Somit besteht erhöhter Flexibilitätsbedarf nicht mehr nur bezüglich der physischen Anpassungsfähigkeit der Immobilien, sondern in Bezug auf die Fristigkeit der Nutzung von Unternehmensimmobilien.

Immobilien sind ein relativ inflexibles Wirtschaftsgut, das eine Anpassung der genutzten Flächen an kurzfristige Schwankungen erschwert.⁴⁸⁷ Immobilien unterscheiden sich in zweierlei Hinsicht von anderen Unternehmensressourcen wie Informations- und

⁴⁸⁵ Vgl. hierzu Almond/Elliott/Foxley, Irrational Exuberance, S. 6. „A key problem in the 1990s was the availability of buildings. Developers, partly constrained by bank lending, were reluctant to speculatively develop schemes over circa 20,000 sq m. [...] the only means of meeting occupiers' requirements was through 'land banking'. In this way occupiers managed their space strategy through both their existing buildings, pre-commitments and further options. In doing so they provided guarantees on the delivery of space.“ Almond/Elliott/Foxley, Irrational Exuberance, S. 6.

⁴⁸⁶ Das Erfordernis nach größerer Flexibilität spiegelt sich unter anderem auch in einem zeitweise sehr großen Untervermietungsangebot an Büroflächen wider. Vgl. Effenberger, Untervermietung, S. 1 sowie Bonwell, Europe, S. 30. Mitte 2003 bestand das Flächenangebot in vielen europäischen Städten zu einem bedeutenden Teil aus Untervermietungsflächen. In London bspw. lag der Anteil der Flächen, die von Non-Property Companies angeboten wurden bei fast 68 %, in Frankfurt am Main bei 49 %. Vgl. Almond/Elliott/Foxley, Irrational Exuberance, S. 2 und S. 4. Laut einer Studie von CB Richard Ellis überwog das Angebot an Untervermietungsflächen sogar das Angebot durch Eigentümer. Vgl. Waldmann, Untervermietung, S. 23.

⁴⁸⁷ Vgl. Eul, Corporate Change, S. 17; Weatherhead, Property Issues, S. 6.

Kommunikationstechnologie und Personal: sie haben nicht nur die längsten Vorlaufzeiten bezüglich der Beschaffung, sondern auch bezüglich der Aufgabe bzw. Desinvestition.⁴⁸⁸ Mietverträge können teilweise nicht kurzfristig aufgelöst und Immobilienbestände häufig nicht zeitnah verwertet werden.⁴⁸⁹

Folglich kommt der Steuerung des Immobilienportfolios nach den Bedürfnissen des Unternehmens und der Flexibilisierung der Immobilienbereitstellung eine große Bedeutung zu.⁴⁹⁰ Das Verhältnis zwischen starrer Immobilienbereitstellung und unstetigen Rahmenbedingungen, die eine schnelle Anpassung erfordern, bezeichnet BOMBA als „Strukturierungsdilemma“, das nur durch eine angemessene Flexibilisierung der Bereitstellungsstruktur gelöst werden kann.⁴⁹¹

Die Flexibilisierung der Immobilienbereitstellung ist eine wesentliche Maßnahme, die von vielen Unternehmen verfolgt wird.⁴⁹² Der Begriff Flexibilität wird somit im Rahmen dieser Arbeit hauptsächlich als finanzielle Flexibilität im Sinne des „degree to which procurement commitments can be reduced without cost or eliminated as business conditions change“⁴⁹³ gebraucht.

3.3.8 Zielkonflikte

Die dargestellten Ziele der Immobilienbereitstellung konfliktieren teilweise erheblich,⁴⁹⁴ so dass häufig Kompromisse eingegangen werden müssen, die es zu optimieren gilt.⁴⁹⁵

Zielkonflikte bestehen insbesondere zwischen Kosten und Qualität der Flächen,⁴⁹⁶ Flexibilität und Kosten der Immobilienbereitstellung⁴⁹⁷, Kontrolle und Flexibilität,⁴⁹⁸ Mini-

⁴⁸⁸ Vgl. O'Mara, Demand Forecasting, S. 123.

⁴⁸⁹ Vgl. Eul, Corporate Change, S. 17; Apgar, Strategic Role, S. 23; Weimer, Real Estate Decisions, S. 109; Pollert/Glickman, Optimizing Shareowner Value, S. 34. „Because leases and buildings are relatively rigid, they do not respond easily to market changes that drive the business cycle.“ Apgar, Strategic Role, S. 23.

⁴⁹⁰ Vgl. Eul, Corporate Change, S. 17; Carn/Black/Rabianski, Operational and Organizational Issues, S. 288.

⁴⁹¹ Vgl. Bomba, Corporate Real Estate Portfolio Management, S. 110.

⁴⁹² Vgl. Worthington, Real Estate Strategies, S. 81.

⁴⁹³ Deeble, Procurement, S. 145.

⁴⁹⁴ Vgl. hierzu auch Manning/Roulac, Corporate Real Estate Research, S. 9.

⁴⁹⁵ Vgl. Deeble, Procurement, S. 145.

⁴⁹⁶ Die Fokussierung auf quantitative Größen wie Reduktion der Flächen etc. kann den Unternehmenserfolg negativ beeinträchtigen. Zum Einfluss der Immobilienstrategie auf den Unternehmenserfolg vgl. insbesondere Roulac, Corporate Property Strategy, S. 129-152.

⁴⁹⁷ Kürzere Vertragslaufzeiten gehen in der Regel mit höheren Mieten einher. Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 175; Bryan, Sale-Leasebacks, S. 19. Zudem können Fixkosten wie Maklergebühren, Mietereinbauten etc. nur über einen kürzeren Zeitraum amortisiert werden. Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 175.

⁴⁹⁸ Vgl. Deeble, Procurement, S. 146.

mierung der Kapitalbindung und Minimierung der Kosten der Immobilienbereitstellung sowie zwischen Sicherung der Verfügbarkeit und Kosten der Immobilienbereitstellung, da zur Sicherung häufig Reserveflächen vorgehalten werden, denen noch keine direkten Erlöse gegenüberstehen. Die mit der Einräumung von Flexibilität verbundenen Kosten müssen zur Zeitersparnis durch eine schnellere Reaktionsmöglichkeit und zur Risikoreduktion bezüglich langfristiger Verpflichtungen angesichts einer unsicheren zukünftigen Entwicklung in Relation gesetzt werden.⁴⁹⁹ Die Zielsetzung der Immobilienbereitstellung muss eine an der Unternehmensstrategie ausgerichtete Strukturierung des Immobilienbestands sein, sowohl bzgl. der Verfügungsrechte als auch bzgl. qualitativer Eigenschaften. „Managing a corporation’s real estate portfolio is about finding the right balance between optimising the performance of the real estate portfolio – for example, minimising costs [...] – and the value of real estate to core business processes.“⁵⁰⁰

3.4 Empirische Betrachtung der Immobilienbereitstellung

3.4.1 Bedeutung und Struktur des Immobilieneigentums deutscher Unternehmen im internationalen Vergleich

3.4.1.1 Finanzwirtschaftliche Bedeutung des Immobilienvermögens deutscher Unternehmen

Die im Allgemeinen große finanzwirtschaftliche Bedeutung von Unternehmensimmobilien spiegelt sich trotz der vorherrschenden Bilanzierung zu fortgeführten Buchwerten in den Jahresabschlüssen der Unternehmen wider.⁵⁰¹ Die historischen Anschaffungskosten der Immobilien sämtlicher in Deutschland börsennotierter Unternehmen mit Ausnahme von Versicherungen und Immobilienaktiengesellschaften⁵⁰² belaufen sich laut den Geschäftsberichten des Jahres 2003 auf gut 230 Mrd. €.⁵⁰³ Die Buchwerte liegen bei ca. 140 Mrd. € und damit bei knapp 60 % der historischen Anschaffungskos-

⁴⁹⁹ Vgl. O'Mara, Demand Forecasting, S. 132.

⁵⁰⁰ Krumm, History, S. 285.

⁵⁰¹ Je nach angewandtem Bilanzierungsstandard und Haltedauer der Immobilien weichen die Buchwerte teilweise sehr stark von den Marktwerten ab. Empirische Untersuchungen haben gezeigt, dass Immobilienverantwortliche die Marktwerte ihrer Unternehmensimmobilien wesentlich höher, teilweise sogar auf ein Vielfaches der Buchwerte schätzen. Vgl. Zeckhauser/Silverman, Rediscover, S. 112.

⁵⁰² Dies entspricht einer Anzahl von 867 Unternehmen.

⁵⁰³ Quelle: Hoppenstedt Bilanzdatenbank.

ten.⁵⁰⁴ 42 der untersuchten deutschen börsennotierten Unternehmen verfügen über einen Immobilienbestand mit einem historischen Anschaffungswert von über 1 Mrd. €; 220 Unternehmen haben dagegen gar keine Immobilien im Eigentum bzw. bilanzieren keine Immobilien. Bei Berücksichtigung nicht börsennotierter Unternehmen fiel das Volumen deutlich höher aus. Schätzungen des Immobilieneigentums im Eigentum deutscher Unternehmen divergieren mit Werten von 0,5 bis 2 Bio. € sehr stark.⁵⁰⁵ Im Vergleich dazu schätzt ROULAC das Immobilienvermögen US-amerikanischer Non-Property Companies zu inflationsbereinigten Anschaffungskosten in 2000 auf 8,6 Bio. US\$.⁵⁰⁶

Neben der Betrachtung des absoluten Immobilienvermögens wird der Betrachtung in Relation zu anderen Daten eine große Bedeutung beigemessen. So zeigen Relationen

⁵⁰⁴ Die Zahlen beruhen auf Berechnungen auf Basis der Jahresabschlüsse des Geschäftsjahres 2003 (Quelle: Hoppenstedt Bilanzdatenbank) der über 850 im August 2004 börsennotierten Non-Property Companies mit Sitz in Deutschland. Die gelisteten Unternehmen wurden um die im Deutschen Immobilienaktienindex (DIMAX) enthaltenen Werte sowie Versicherungsgesellschaften bereinigt. Off-Balance-Sheet-Strukturierungen finden keine Berücksichtigung, so dass das Immobilieneigentum tatsächlich höher sein dürfte.

⁵⁰⁵ Im Vergleich dazu besitzen institutionelle Immobilieninvestoren Immobilien im Wert von etwa 280 Mrd. €. Dies geht aus einer Schätzung der Bulwien AG hervor. Vgl. Bone-Winkel/Müller, Immobilienwirtschaft, S. 39. LINO schätzt das Immobilienvermögen deutscher Unternehmen auf 2 Bio. €. Vgl. Lino, Konzernstrategien, S. 57. Die gleiche Einschätzung teilt auch SIREO. Vgl. Sireo Real Estate Asset Management GmbH, Annual Report 2003, S. 42. HILDWEIN und andere Branchenexperten dagegen schätzen die Verkehrswerte auf nur etwa 0,5 Bio. € (1 Bio. DM). Vgl. Hildwein/Leykam, Desinvestments, S. 4 sowie Porten, Buy-and-hold, S. 2.

⁵⁰⁶ Vgl. Roulac, Corporate-Owned Real Estate, S. 169. ROULAC kritisiert, dass Studien über das Volumen des gewerblichen Immobilien(-anlage-)marktes regelmäßig das Immobilieneigentum von Non-Property Companies vernachlässigen, so dass die Einschätzung in der Regel wesentlich zu gering ausfällt. Vgl. Roulac, Corporate-Owned Real Estate, S. 169. Die Kritik bzgl. der Vernachlässigung der Immobilienbestände im Eigentum von Unternehmen kann auch auf den deutschen Markt übertragen werden. Nach Berechnungen von Jones Lang LaSalle liegt der Marktwert sämtlicher deutscher Gewerbeimmobilien bei gut 1 Bio. €, so dass das Immobilienvermögen der Unternehmen offensichtlich nicht berücksichtigt wird. Bulwien geht von einem gewerblichen Immobilienbestand von ca. 1,6 Bio. € aus. Vgl. Friedemann, Immobilienvermögen, S. 43. Einschätzungen über das Volumen des Gewerbeimmobilienmarktes divergieren generell relativ stark; so liegen Schätzungen des Gewerbeimmobilienbestands ganz Europas zwischen 4,7 Bio. € und ca. 7 Bio. €. Vgl. Jones Lang LaSalle, Ownership Structures, S. 1 bzw. Friedemann, Fremdkapital, S. 49. Schätzungen des gewerblichen Immobilienbestands in den USA für 1988 divergieren mit Werten zwischen 4,7 Bio. und 815 Mrd. US\$ erheblich. Vgl. Miles et al., America's Real Estate Wealth, S. 46; Miles, U.S. Real Estate, S. 69-77; Holden, Institutional-Grade Real Estate, S. 36-45. MILES ET AL. selbst schätzen den Bestand zum selben Zeitpunkt auf 2,7 Bio. US\$. Vgl. hierzu Miles et al., America's Real Estate Wealth, S. 49. Einer Schätzung des Magazins Forbes zufolge liegt das Immobilieneigentum von Unternehmen mit 1,7 Bio. US \$ bei 43,1 % des gesamten Gewerbeimmobilienbestands der USA. Vgl. Hanson, Shareholder Value's Black Hole, S. 31. Älteren Einschätzungen zufolge ist das Immobilieneigentum von Non-Property Companies trotz zahlreicher in den achtziger und neunziger Jahren durchgeführten Sale-Leaseback-Transaktionen (vgl. Adams/Clarke, Stock Market Reactions, S. 32) ebenfalls deutlich geringer. Laut einer Studie von ZECKHAUSER/SILVERMAN aus dem Jahr 1981 liegt das Immobilieneigentum der Unternehmen zwischen 700 Mrd. und 1,4 Bio. US \$. Vgl. Zeckhauser/Silverman, Rediscover, S. 111.

zwischen Immobilienvermögen und Sachanlagen und Anlagevermögen sowie dem Marktwert des Unternehmens die relative Bedeutung des Immobilienvermögens von Unternehmen auf.⁵⁰⁷

Firmenname	Grundstücke u. Gebäude zu historischen Anschaffungskosten	Grundstücke u. Gebäude zu abgeschriebenen Buchwerten	Grundstücke/ Bilanzsumme
METRO	11.560.000.000	8.731.000.000	32,85 %
KARSTADT QUELLE	5.770.637.000	3.009.043.000	32,73 %
ThyssenKrupp	7.700.000.000	4.745.000.000	15,74 %
HeidelbergCement	3.095.400.000	1.621.300.000	14,88 %
Degussa	3.259.000.000	1.770.000.000	12,64 %
AUDI	3.078.146.000	1.765.138.000	12,42 %
Philipp Holzmann	1.300.469.000	915.926.000	12,09 %
Vattenfall Europe	3.545.300.000	1.804.300.000	11,33 %
MAN	2.136.000.000	1.127.000.000	11,32 %
E.ON	19.185.000.000	12.633.000.000	11,29 %
Energie Baden-Württemberg	3.928.100.000	2.640.700.000	10,47 %
Fresenius	1.195.000.000	820.000.000	9,82 %
TUI	1.686.700.000	1.184.700.000	9,12 %
Bayer	7.898.000.000	3.358.000.000	8,97 %
Deutsche Telekom	18.012.000.000	10.399.000.000	8,96 %
RWE	14.360.000.000	8.865.000.000	8,94 %
Continental	1.394.200.000	725.100.000	8,74 %
Linde	1.870.000.000	1.019.000.000	8,55 %
Henkel	1.513.000.000	777.000.000	8,30 %
BASF	6.314.200.000	2.569.600.000	7,65 %
Siemens	9.416.000.000	4.830.000.000	6,22 %
VOLKSWAGEN	12.802.000.000	6.988.000.000	5,87 %
DaimlerChrysler	18.701.000.000	9.770.000.000	5,48 %
Infineon Technologies	1.065.000.000	577.000.000	5,34 %
Bertelsmann	1.634.000.000	1.012.000.000	5,02 %
Deutsche Lufthansa	1.440.000.000	829.000.000	4,95 %
Bayerische Motoren Werke	4.826.000.000	2.779.000.000	4,52 %
Deutsche Post	7.479.000.000	5.523.000.000	3,56 %
Hoechst	500.000.000	353.000.000	2,97 %
Deutsche Börse	220.300.000	204.000.000	2,46 %

Eigene Darstellung auf Basis der Bilanzdaten des Geschäftsjahres 2003 (Quelle: Hoppenstedt Bilanzdatenbank).

Tabelle 5: Das Immobilienvermögen der 30 größten deutschen börsennotierten Non-Property Companies (nach Bilanzsumme)

Die Immobilien der deutschen börsennotierten Unternehmen haben bezogen auf die historischen Anschaffungskosten einen durchschnittlichen Anteil von knapp 23 % an den Sachanlagen; bezogen auf die fortgeschriebenen Buchwerte liegt der Anteil bei 30 %, was darauf zurückzuführen ist, dass Grund und Boden nicht und Bauten langfris-

⁵⁰⁷ Vgl. Nelson/Potter/Wilde, Real Estate Assets, S. 31 sowie Johnson/Keasler, Industry Profile, S. 460 f. und S. 466.

tig abgeschrieben werden. Der Anteil des Immobilienvermögens zu fortgeschriebenen Buchwerten am gesamten Anlagevermögen liegt bei knapp 17 %.⁵⁰⁸

Auch in Relation zur Bilanzsumme ist der Immobilienanteil bei vielen Unternehmen hoch. Bei deutschen börsennotierten Unternehmen liegt er bezogen auf das Geschäftsjahr 2003 mit 8,7 %⁵⁰⁹ im internationalen Vergleich relativ hoch.⁵¹⁰ Bei Großunternehmen ist der Anteil – wie Tabelle 5 zu entnehmen ist – relativ gesehen noch höher. Zu berücksichtigen ist bei dieser Betrachtung, dass zudem Wertsteigerungen möglich sind.

3.4.1.2 Vergleichende Untersuchung des Immobilienvermögens europäischer und US-amerikanischer Unternehmen

LAPOSA/CHARLTON führen einen auf Bilanzdaten basierenden Vergleich zwischen dem Immobilienvermögen 2.128 europäischer und 1.573 US-amerikanischer Unternehmen durch.⁵¹¹ Sie berechnen dafür separat für jede Branche verschiedene Kennzahlen, um in einem zweiten Schritt – ebenfalls industriespezifisch – die Signifikanz der festgestellten Unterschiede zu testen. Neben einem Vergleich von Buchwertrelationen zwischen Immobilien- und Anlagevermögen erfolgt auch ein Vergleich der Verhältnisse von Immobilienvermögen⁵¹² und Marktwert des Eigenkapitals sowie des Fremdkapitals.

Bezüglich der Vergleiche der Bilanzpositionen werden folgende Ergebnisse abgeleitet: Der Immobilienanteil am Anlagevermögen fällt in Europa nur in manchen Wirtschaftssektoren höher aus als in den USA. Signifikante Abweichungen nach oben werden vor allem im verarbeitenden Gewerbe sowie teilweise im Groß- und Einzelhandel festgestellt, während im Finanzdienstleistungsbereich und bei den unternehmensnahen Dienstleistungen keine statistisch signifikanten Unterschiede bestehen.⁵¹³

⁵⁰⁸ Der Anteil von Immobilien am gesamten Anlagevermögen ist generell signifikant. Dies ist bereits in zahlreichen Studien nachgewiesen worden. Vgl. bspw. Zeckhauser/Silverman, Rediscover, S. 111; Veale, Managing Corporate Real Estate Assets, S. 4; Bon/Luck, CREMRU-JCI 2002 Technical Report, S. 20 sowie Nelson/Potter/Wilde, Real Estate Assets, S. 31-33.

⁵⁰⁹ Hierbei erfolgt keine Berücksichtigung von Banken und Versicherungen sowie Immobilienaktiengesellschaften. Andere Autoren gehen von einem Anteil von 10 % aus. Vgl. bspw. Bone-Winkel/Müller, Immobilienwirtschaft, S. 32.

⁵¹⁰ Vgl. Lino, Konzernstrategien, S. 57.

⁵¹¹ Vgl. Laposa/Charlton, Property Holdings, S. 34.

⁵¹² Für Immobilien werden von den Autoren als Näherungsvariable Sachanlagen herangezogen, da keine nach Grundstücken und Gebäuden aufgeschlüsselten Daten über das Sachanlagevermögen vorliegen. Vgl. Laposa/Charlton, Property Holdings, S. 40.

⁵¹³ Vgl. Laposa/Charlton, Property Holdings, S. 42 und S. 44.

Ein Vergleich des Verhältnisses zwischen Immobilienvermögen und Marktwert des Unternehmens zeigt in den wenigsten Fällen starke Abweichungen. Zwei Ausnahmen bilden jedoch die metallverarbeitende Industrie und die Maschinenbauindustrie. Hier ist das Verhältnis zwischen den Sachanlagen zu Buchwerten und dem Marktwert des Unternehmens bei den europäischen Unternehmen deutlich höher als bei den US-amerikanischen Wettbewerbern.⁵¹⁴

Bezüglich der Relation zwischen Sachanlagen und langfristigem Fremdkapital wird unabhängig von der Industriezugehörigkeit eine eklatante Abweichung festgestellt.⁵¹⁵ Dies kann jedoch angesichts der in Kontinentaleuropa wesentlich stärker verbreiteten Fremdfinanzierung von Unternehmen nicht überraschen.

3.4.1.3 Struktur des Immobilieneigentums von Non-Property Companies

Non-Property Companies verfügen – wie oben dargestellt wurde – über Immobilieneigentum in wesentlichem Umfang. Viele dieser Immobilien weisen eine spezifische Nutzung auf und sind damit nicht für die Bereitstellung durch Dritte, d.h. Immobilieninvestoren geeignet.⁵¹⁶ Dennoch unterscheidet sich ein großer Teil dieser Bestände mit Büro-, Industrie-, Einzelhandels- und Wohnnutzung unwesentlich oder gar nicht von Objekten, die von Immobilieninvestoren nachgefragt werden.⁵¹⁷ Die unzureichende unternehmensinterne sowie nach außen getragene Transparenz bzgl. des Immobilienvermögens und die Art der Bilanzierung von Unternehmensimmobilien⁵¹⁸ erlauben ohne größeren Forschungsaufwand keine realistische Einschätzung der realisierbaren gebundenen Vermögenswerte.

SCHULTE/GIER analysieren die Struktur des Immobilienvermögens deutscher börsennotierter Unternehmen. Die Autoren erheben in einem ersten Schritt im Rahmen einer Befragung der Unternehmen des DAX und des MDAX den Anteil betriebsnotwendiger Spezialimmobilien am Gesamtbestand, um auf dieser Basis Rückschlüsse auf das Potenzial grundsätzlich investierbarer bzw. veräußerbarer Immobilien ziehen zu können.⁵¹⁹

⁵¹⁴ Vgl. Laposa/Charlton, Property Holdings, S. 43 f.

⁵¹⁵ Vgl. Laposa/Charlton, Property Holdings, S. 43-45.

⁵¹⁶ Vgl. Bomba/McMahan, Portfolio Alliance, S. 6.

⁵¹⁷ Vgl. Bomba/McMahan, Portfolio Alliance, S. 6.

⁵¹⁸ Vgl. hierzu auch Schulte/Schäfers, Modernes Immobilien-Management, S. 43 f.

⁵¹⁹ Vgl. Schulte/Gier, Immobilienvermögen, S. 4.

Branche	Anteil Spezialimmobilien
Dienstleistung	5-20 % (in Ausnahmefällen zwischen 50 und 90 % ⁵²⁰)
Finanzdienstleistung	5 %
Industrie	70-90 % (je nach Geschäftstätigkeit)
Handel	5-20 %
Versorgung	70-80 %
sonstige	5-90 % (je nach Geschäftstätigkeit)

Tabelle 6: Anteil Spezialimmobilien am Gesamtbestand nach Branchen

In einem zweiten Schritt werden nach Branchenzugehörigkeit⁵²¹ differenzierte Faktoren zur Ermittlung des Bestands drittverwendungsfähiger und somit theoretisch veräußerbarer Immobilien abgeleitet. Dieser Anteil der Spezialimmobilien am gesamten Immobilienbestand wird aus den Ergebnissen der Unternehmensbefragung übernommen und durch Literaturrecherchen ergänzt bzw. plausibilisiert.⁵²² Tabelle 6 zeigt die Bandbreiten der angenommenen Anteile an Spezialimmobilien am Gesamtbestand.

Um das Volumen investierbarer Immobilien zu ermitteln, wird die Bilanzposition „Grundstücke und Gebäude“ sämtlicher deutscher börsennotierter Unternehmen in Abhängigkeit von der Branchenzugehörigkeit der Unternehmen mit einem Faktor für den Anteil investierbarer bzw. veräußerbarer Immobilien multipliziert. Als Basis für die Berechnung werden die historischen Anschaffungskosten herangezogen. Welche Relation angenommen wird, hängt einerseits von der Geschäftstätigkeit, andererseits und von außergewöhnlichen Einflüssen ab, die es zu berücksichtigen gilt. Manche Unternehmen verfügen aus historischen Gründen über eine von Vergleichsunternehmen abweichende Zusammensetzung des Immobilieneigentums oder über einen hohen Bestand an betriebsneutralen Immobilien.⁵²³

Die zugrunde gelegten Verhältnisse sind Schätzwerte; selbst Unternehmen können keine genauen Angaben über den Anteil der Spezialimmobilien machen. Dennoch sollte die hier vorgenommene Ableitung des Bestands an drittverwendungsfähigen, für In-

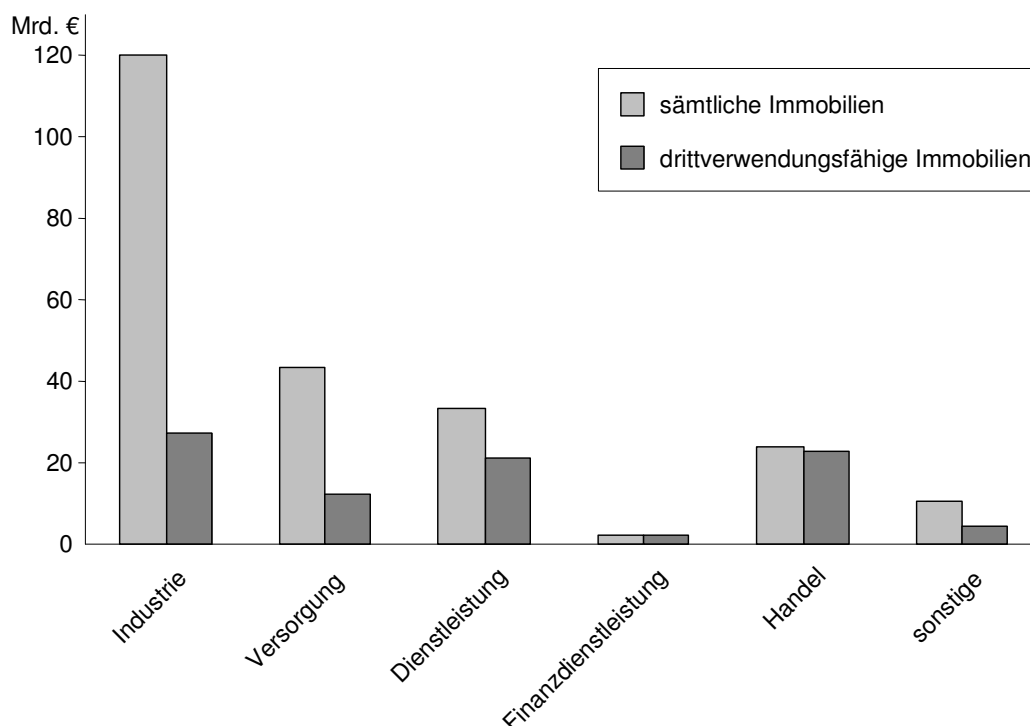
⁵²⁰ Bei Transport und Verkehr, Deutsche Telekom AG und Deutsche Post AG.

⁵²¹ Hierfür wird der NACE-Branchenschlüssel herangezogen. NACE steht für Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté Européenne.

⁵²² Vgl. hierzu auch Fernández Reumann/Krieger/Friedrichs, Fallstudie Deutsche Telekom AG, S. 419 f.; Plattes, Fallstudie KarstadtQuelle-Gruppe, S. 444; Kühni/Christmann, Fallstudie Aventis, S. 396 sowie Wonner, Wertsteigerung, S. 16; Tamburro, Strategic Portfolio Management, S. 16.

⁵²³ Das Unternehmen TUI bspw. verfügt aufgrund der radikalen strategischen Neuausrichtung über für die Branche untypische Immobilienbestände. Vgl. Rietze, Wertentwicklung, S. 1 f.

vestoren geeigneten Immobilien im Ergebnis eine gute Annäherung an die tatsächlichen Verhältnisse gewährleisten und ist in Bezug auf das Potenzial von Unternehmensimmobilien für die Unternehmensfinanzierung bzw. Monetarisierung wesentlich aussagekräftiger als die reine Darstellung der Bilanzdaten. Zu berücksichtigen ist auch, dass ein großer Teil der genutzten drittverwendungsfähigen Verwaltungsflächen angemietet wird, so dass der Anteil an Spezialimmobilien im Eigentum bei den vorliegenden Nutzungsverhältnissen innerhalb einzelner Unternehmen wahrscheinlich relativ hoch ist.⁵²⁴



Eigene Darstellung.

Abbildung 9: Gesamtbestand und drittverwendungsfähige Immobilien nach Branche (zu Anschaffungskosten in €)

Aus der Multiplikation der Immobilienwerte zu historischen Anschaffungskosten mit den angenommenen Werten für drittverwendungsfähige Immobilien (bzw. mit der Differenz zwischen 100 % und dem Anteil nicht drittverwendungsfähiger Immobilien) ergibt sich das Volumen theoretisch investierbarer Immobilien. Die historischen Anschaffungskosten dieser veräußerbaren Immobilien liegen bezogen auf sämtliche börsennotierten Unternehmen bei über 80 Mrd. €. Der ermittelte Anteil drittverwendungsfähiger Immobilien beträgt gewichtet ca. 35 % und ungewichtet über 40 %. Dass der Anteil der drittverwendungsfähigen Immobilien ungewichtet höher ist als mit den historischen An-

⁵²⁴ Vgl. hierzu Punkt 3.4.2 Eigentumsverhältnisse an Unternehmensimmobilien im internationalen und im Branchenvergleich.

schaffungskosten gewichtet, ist darauf zurückzuführen, dass Unternehmen, die keinen Bedarf für Spezialimmobilien haben, häufiger anmieten als solche mit Bedarf für Spezialimmobilien.⁵²⁵

Nach Ableitung der Veräußerbarkeit ergibt sich eine im Kontrast zur reinen Buchwertbetrachtung abweichende Zusammensetzung der größten Immobilieneigentümer, die den mit der Geschäftstätigkeit des Unternehmens zusammenhängenden Bedarf für unterschiedliche Immobilien widerspiegelt. Wie Abbildung 9 verdeutlicht, befindet sich der überwiegende Anteil des Gesamtbestands an Unternehmensimmobilien im Eigentum der Industrieunternehmen. Der Bestand drittverwendungsfähiger Immobilien ist jedoch bei Dienstleistungs-, Handels- und Industrieunternehmen etwa gleich.

Über das Verhältnis zwischen Buchwerten bzw. historischen Anschaffungskosten und Verkehrswerten herrschen unterschiedliche Meinungen.⁵²⁶ Wenn man davon ausgeht, dass die Marktwerte der für Investitionszwecke geeigneten Immobilien über den historischen Anschaffungskosten liegen, so ist das Monetarisierungspotenzial entsprechend höher.

MORGAN STANLEY geht von einem Bestand drittverwendungsfähiger Immobilien mit einem Marktwert von ca. 60 Mrd. € aus.⁵²⁷ Diese Schätzung beruht auf folgender Methodik: Zunächst werden die historischen Anschaffungskosten der Immobilienbestände der gemäß Bilanzsumme 200 größten deutschen Unternehmen ermittelt. Diese als Marktwert definierte Summe der historischen Anschaffungskosten beläuft sich auf 395 Mrd. €. Bei der Schätzung des Marktwerts wird folglich angenommen, dass die stillen Reserven im Durchschnitt den kumulierten Abschreibungen entsprechen, so dass der Marktwert den historischen Anschaffungskosten entspricht.⁵²⁸ Dieser Betrag wird im nächsten Schritt um nicht investierbare und im Ausland gelegene Immobilien berei-

⁵²⁵ Vgl. Schulte/Gier, Immobilienvermögen, S. 17-19.

⁵²⁶ Viele Branchenexperten schätzen die Verkehrswerte auf das Zwei- bis Dreifache. Vgl. Porten, Buy-and-hold, S. 2; Hildwein/Leykam, Desinvestments, S. 4; Schulte/Schäfers, Modernes Immobilien-Management, S. 43 f. KRUMM/LINNEMAN schätzen die Verkehrswerte ausgehend von einer Untersuchung niederländischer Jahresabschlüsse auf das 1,5-fache der Buchwerte. Vgl. Krumm/Linneman, Corporate Real Estate Management, S. 2. Andere Fachleute sind der Meinung, die Marktwerte lägen oftmals unter den Buchwerten. Vgl. Leykam, Milliarden, S. 2; Friedemann, Europas Konzerne, S. 41. Die Überschätzung der Immobilienwerte ist – insbesondere bei Banken – häufig auf eine „Überausstattung“ zurückzuführen, d.h. eine teure Bauweise mit geringer Flächeneffizienz. Derartige Immobilien würden bei Vermietung zu Marktmieten angesichts der hohen getätigten Investitionen verhältnismäßig geringe Renditen erwirtschaften, so dass häufig eine Veräußerung nur unter dem Buchwert der entsprechenden Objekte stattfinden kann.

⁵²⁷ Vgl. Morgan Stanley, Immobilienmonetarisierung, S. 6; Friedemann, Internationale Standards, S. 47; Friedemann, Reits, S. 43.

⁵²⁸ Vgl. Morgan Stanley, Immobilienmonetarisierung, S. 1 und S. 4.

nigt,⁵²⁹ letzterer Schritt wird vollzogen, da das Gutachten die Schätzung des möglichen Steueraufkommens bei einer Monetarisierung durch die Ausgliederung in einen Real Estate Investment Trust bezweckt.⁵³⁰

geschätzte Marktwerte (in tausend €)	Belegenheit im Inland					
Anteil Büro	40 %	50 %	60 %	70 %	80 %	90 %
0 %	0	0	0	0	0	0
10 %	15.789	19.736	23.683	27.630	31.578	35.525
20 %	31.578	39.472	47.366	55.261	63.155	71.049
30 %	47.366	59.208	71.049	82.891	94.733	106.574
40 %	63.155	78.944	94.733	110.521	126.310	142.099
50 %	78.944	98.680	118.416	138.152	157.888	177.624
60 %	94.733	118.416	142.099	165.782	189.465	213.148
70 %	110.521	138.152	165.782	193.412	221.043	248.673
80 %	126.310	157.888	189.465	221.043	252.620	284.198
90 %	142.099	177.624	213.148	248.673	284.198	319.723
100 %	157.888	197.360	236.831	276.303	315.775	355.247

Quelle: Morgan Stanley, Immobilienmonetarisierung, S. 6.

Tabelle 7: Marktwertschätzungen bei unterschiedlichen Prämissen

Der Anteil der in Deutschland gelegenen Immobilien wird mit 66 % veranschlagt,⁵³¹ der Anteil gewerblicher Immobilien auf 48 % geschätzt.⁵³² Zur Berechnung des Anteils gewerblicher Immobilien wird auf den Anteil der Büroangestellten nach Branche zurückgegriffen. Dabei wird von einer Pro-rata-Verteilung der historischen Anschaffungskosten der Immobilienbestände auf alle Angestellten und somit die verschiedenen Immobilientypen ausgegangen.⁵³³ In einem letzten Schritt wird der Anteil der Investment Grade-Immobilien der untersuchten Stichprobe bei einer angenommenen Quote von 50 % auf 60,3 Mrd. € geschätzt.⁵³⁴ Tabelle 7 stellt das Volumen der für eine Börseneinführung geeigneten Immobilien bei unterschiedlichen Annahmen über den Anteil der Büroflächen und den Anteil in Deutschland gelegener Flächen dar. Eine Extrapolation der Ergebnisse auf sämtliche deutschen Unternehmen findet nicht statt.

⁵²⁹ Vgl. Morgan Stanley, Immobilienmonetarisierung, S. 7.

⁵³⁰ Vgl. Morgan Stanley, Immobilienmonetarisierung, S. 1.

⁵³¹ Diese Schätzung wird nicht begründet.

⁵³² Vgl. Morgan Stanley, Immobilienmonetarisierung, S. 6.

⁵³³ Vgl. Morgan Stanley, Immobilienmonetarisierung, S. 22. Das Heranziehen des Anteils der Büroangestellten als Näherungsvariable für den Anteil der Büroflächen beruht auf der fehlerhaften Annahme, dass sich sämtliche von einem Unternehmen genutzten Immobilien im Eigentum desselben befinden. Dies ist jedoch – wie bereits erläutert – gerade bei drittverwendungsfähigen Immobilien häufig nicht der Fall.

⁵³⁴ Vgl. Morgan Stanley, Immobilienmonetarisierung, S. 6.

Trotz der unterschiedlichen Methoden und der abweichenden Grundgesamtheit betrachteter Unternehmen weichen die Schätzungen des investierbaren Immobilienvermögens deutscher börsennotierter Unternehmen von SCHULTE/GIER und MORGAN STANLEY nicht übermäßig voneinander ab. Dies ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass der wesentliche Teil des Immobilienvermögens von den großen DAX- und MDAX-Unternehmen gehalten wird.

M.M. WARBURG & CO untersucht im Rahmen einer Analyse zur Einführung von REITs die Effekte einer Monetarisierung auf die Kapitalrendite und den Verschuldungsgrad deutscher börsennotierter Großunternehmen. Hierbei wird zwar nicht das absolute Volumen des veräußerbaren Immobilienvermögens abgeleitet, es werden jedoch Annahmen getroffen, die mit den im Rahmen der von SCHULTE/GIER durchgeführten Studie herangezogenen verglichen werden können. M.M. WARBURG & CO geht – wie auch MORGAN STANLEY – von der Annahme aus, dass die Brutto-Anschaffungskosten den Marktwerten der Immobilien entsprechen. Diese Annahme wird als konservative Schätzung angesehen, „weil davon auszugehen ist, daß [!] die Marktwerte der Immobilien über den Bruttobuchwerten liegen.“⁵³⁵ Für die Ermittlung des Monetarisierungspotenzials wird für Handels- und Dienstleistungsunternehmen eine Quote von 50 %, für produzierende Unternehmen eine Quote von 25 % auszugliedernder Immobilien angenommen.⁵³⁶

Die angenommenen Werte spiegeln den Anteil des Immobilienvermögens wider, mit dessen Veräußerung nach Meinung der Analysten tatsächlich gerechnet werden kann.⁵³⁷ Infolgedessen weichen sie bei Dienstleistungs- und Handelsunternehmen wesentlich von den im Rahmen dieser Studie angenommenen Quoten ab; die pauschale Annahme eines Anteils von 25 % bezüglich produzierender Unternehmen ist dagegen jedoch vergleichbar.

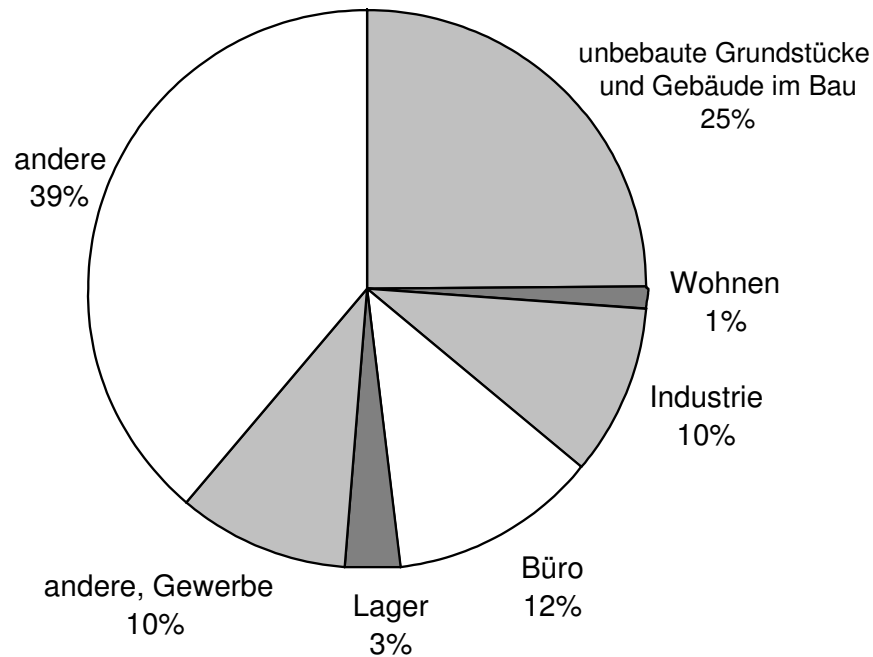
ROULAC analysiert die Immobilienbestände US-amerikanischer Non-Property Companies, um das Volumen grundsätzlich für Investitionszwecke geeigneter Immobilien zu ermitteln. Klassische Renditeobjekte bezeichnet der Autor als „core“. Dazu zählen Büro-, Handels-, Lager- und drittverwendungsfähige Industrieflächen. Andere Objekte, die grundsätzlich auch durch Wettbewerber oder Unternehmen mit ähnlichen Immobilienbedürfnissen genutzt werden können, wie Kliniken und Hotelimmobilien, werden mit

⁵³⁵ M.M. Warburg & CO, Einführung von REITs, S. 14.

⁵³⁶ Vgl. M.M. Warburg & CO, Einführung von REITs, S. 14.

⁵³⁷ Vgl. M.M. Warburg & CO, Einführung von REITs, S. 14. „Exakte Angaben hinsichtlich der Verwertbarkeit der Immobilien sind von den Unternehmen in der Regel nicht zu bekommen.“ M.M. Warburg & CO, Einführung von REITs, S. 14.

„non-core“ betitelt.⁵³⁸ Der verbleibende Teil von Immobilien mit spezifischer Nutzung wird als „specialized“ bezeichnet.⁵³⁹ Aufgeschlüsselt nach Immobilientypen stellt sich die Zusammensetzung dar wie in Abbildung 10 gezeigt.⁵⁴⁰ Wie die Illustration verdeutlicht, sind die Kategorien zu grob, um eine Aussage über die Investitionseigenschaften der Immobilien zu treffen. Daher hat ROULAC für jede dieser Kategorien ein Verhältnis zwischen spezialisierten und drittverwendungsfähigen Immobilien (core und non-core) angenommen.⁵⁴¹



Quelle: Roulac, Corporate-Owned Real Estate, S. 170.

Abbildung 10: Eigengenutzte Unternehmensimmobilien nach Immobilientyp

So identifiziert der Autor 50 % des Immobilienvermögens der Unternehmen als Spezialimmobilien, die nicht für Investitionszwecke geeignet sind, während nahezu 40 % des Gesamtbestands seiner Ansicht nach grundsätzlich für institutionelle Immobilieninvestoren geeignet sind.⁵⁴² Dies entspricht bezogen auf die USA einem Gesamtvolumen

⁵³⁸ Vgl. Roulac, Corporate-Owned Real Estate, S. 175.

⁵³⁹ Vgl. Roulac, Corporate-Owned Real Estate, S. 173.

⁵⁴⁰ Bzgl. der Methodik zur Ermittlung der dargestellten Daten verweist ROULAC lediglich auf eine von ihm durchgeführte, bislang jedoch noch nicht veröffentlichte Studie. Vgl. Roulac, Corporate-Owned Real Estate, S. 169.

⁵⁴¹ „These allocation factors are based on professional judgement, consideration of the general types of properties held by corporations, the types of properties that would be sufficiently specialized such that they could not be utilized by companies for any purposes but the basic industrial category of that corporation, and the types of industry-specific – unique to the company – use of that property, properties that could not be adapted to other companies within that industry.“ Roulac, Corporate-Owned Real Estate, S. 173.

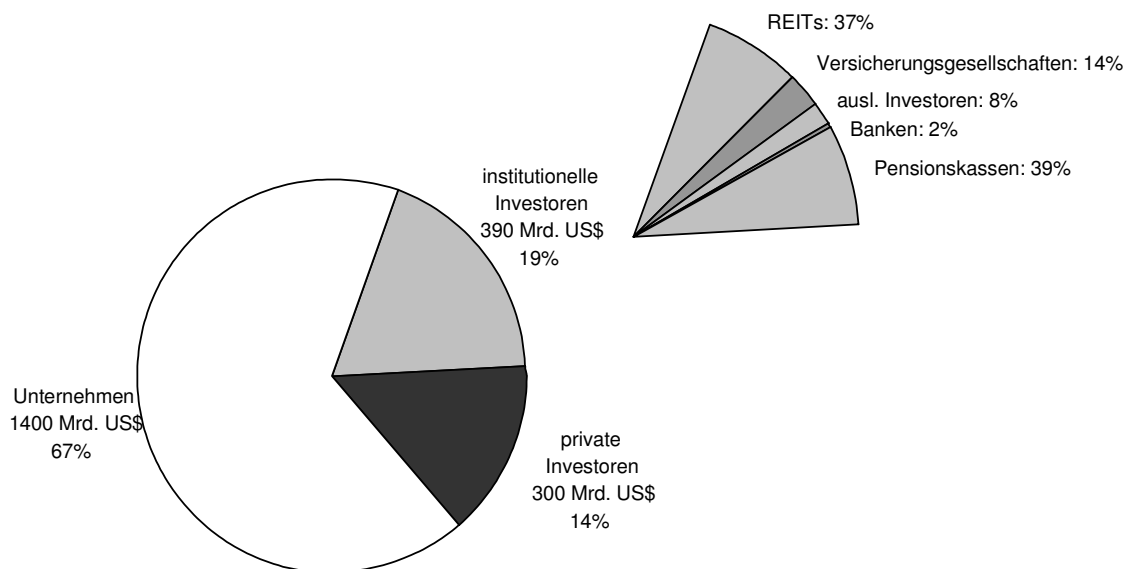
⁵⁴² Vgl. Roulac, Corporate-Owned Real Estate, S. 177.

von 3,2 Bio. US \$, das sich aus klassischen Renditeobjekten mit inflationsbereinigten Anschaffungskosten von ca. 2,55 Bio. US \$ und grundsätzlich für die Investition geeignete „non-core“ Immobilien mit einem geschätzten Wert von gut 650 Mrd. US\$ zusammensetzt.⁵⁴³

PEDERSON geht davon aus, dass US-amerikanische Unternehmen zwei Drittel des investierbaren Immobilienvermögens im Wert von einer 1,4 Bio. US \$ und damit das Vierfache des aggregierten Immobilienanlagemarktes halten (vgl. Abbildung 11).⁵⁴⁴

LINNEMAN schätzt, dass sich in den USA ungefähr die Hälfte aller Gewerbeimmobilien im Wert von rund 2 Bio. US \$ im Eigentum von Non-Property Companies befinden.⁵⁴⁵

VEALE zeigt weiterhin auf, dass produzierende, Verkehrs- und Versorgungsunternehmen generell über großflächigere Immobilienbestände verfügen, während bei Finanzdienstleistungs- und Handelsunternehmen die Anzahl der Standorte größer ist.⁵⁴⁶ Auch dies hat wesentlichen Einfluss auf die Verwertbarkeit.



Eigene Darstellung auf Basis der Daten von Pederson, Corporate Real Estate (1, 1), S. 79.

Abbildung 11: Eigentümer investierbarer Gewerbeimmobilien, USA, 1. Quartal 1998

⁵⁴³ Vgl. Roulac, Corporate-Owned Real Estate, S. 177.

⁵⁴⁴ Vgl. Pederson, Corporate Real Estate (1, 1), S. 78 f.

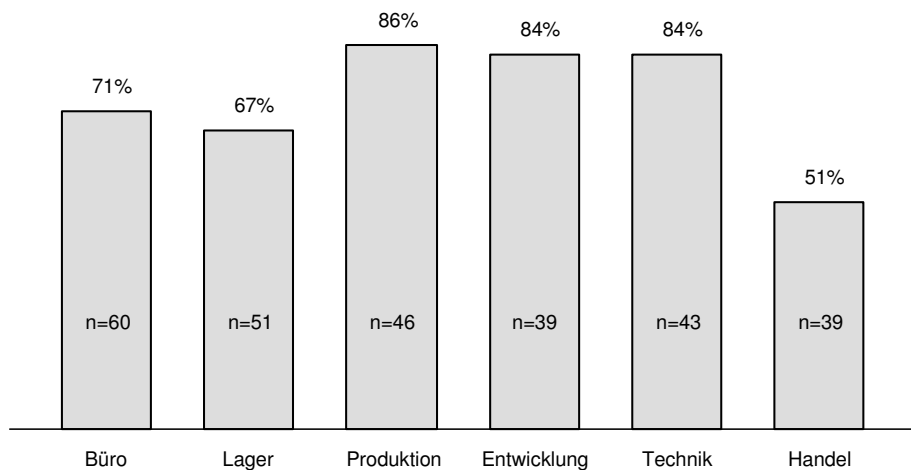
⁵⁴⁵ Vgl. Linneman, Coming Disposal, S. 2.

⁵⁴⁶ Vgl. Veale, Managing Corporate Real Estate Assets, S. 6.

3.4.2 Eigentumsverhältnisse an Unternehmensimmobilien im internationalen und im Branchenvergleich

Laut einer 2002 von PFNÜR/HEDDEN durchgeführten Studie deutscher Großunternehmen befinden sich mehr als zwei Drittel der Büroflächen und mehr als drei Viertel der Produktionsflächen im Eigentum der Unternehmen.⁵⁴⁷

Der Anteil an eigengenutzten Immobilien ist demnach in Deutschland bezogen auf sämtliche Immobilientypen bzw. Nutzungsarten überraschend hoch, wie Abbildung 12 verdeutlicht. So kommt die Studie von PFNÜR/HEDDEN zu dem Ergebnis, dass selbst „[...] vom Grundsatz her fungible Büro- und Lagerimmobilien [...] erstaunlich oft im Eigentum gehalten [...]“⁵⁴⁸ werden. Dies ist nicht nur in deutschen Unternehmen der Fall.⁵⁴⁹



Quelle: Pfnür/Hedden, Corporate Real Estate 2002, S. 44.

Abbildung 12: Eigentumsverhältnisse betrieblich genutzter Immobilien in deutschen Großunternehmen

Um eine Aussage über internationalen Gepflogenheiten treffen zu können, werden im Folgenden Untersuchungen und Experteneinschätzungen zusammengefasst, die Aufschluss über die Struktur der Verfügungsrechte in den USA geben sollen. Für einen

⁵⁴⁷ Vgl. Pfnür/Hedden, Corporate Real Estate 2002, S. 9.

⁵⁴⁸ Pfnür/Hedden, Corporate Real Estate 2002, S. 44. Dies belegt auch eine aktuelle Umfrage deutscher Unternehmen von CB Richard Ellis, wonach sich bei mehr als 55 % der befragten Unternehmen disponible Immobilienbestände wie Büro- und Lagerflächen, die grundsätzlich für Sale-Leaseback-Transaktionen geeignet sind, überwiegend im Eigentum befinden. Vgl. Friedemann, Immobilienkompetenzen, S. 47.

⁵⁴⁹ „The fact that a majority of the world’s investment-grade real property still rests in the hands of corporations has focused real estate capital market attention on this enormous and untraded segment of equity and debt opportunity.“ Pederson, Corporate Real Estate (1, 1), S. 75.

Vergleich zwischen Gesamteuropa und den USA liegen hingegen lediglich drei Analysen vor.

JONES LANG LASALLE hat im Rahmen einer Untersuchung die Strukturen der Verfügungsrechte in den USA und Europa gegenübergestellt. Zur Ermittlung der Eigentumsquote werden sämtliche direkten und indirekten Eigen- und Fremdfinanzierungsinstrumente vom Gesamtmarkt für Gewerbeimmobilien abgezogen.

Danach ist der Anteil der eigengenutzten Immobilien in Europa mit 67 % deutlich höher als in den USA, wo der Anteil bei nur 24 % liegt.⁵⁵⁰ Diese Schätzung ist sehr grob, da sie nicht zwischen der Art der Immobiliennutzer (privatwirtschaftliche Unternehmen und öffentliche Hand) differenziert; der ermittelte Unterschied zwischen europäischen und US-amerikanischen Eigentumsstrukturen ist jedoch so signifikant, dass dem Ergebnis eine Bedeutung beigemessen werden kann.

Die im Folgenden dargestellten Untersuchungen gehen methodisch anders vor und berücksichtigen nur privatwirtschaftliche Unternehmen, so dass die Ergebnisse teilweise sehr stark abweichen.

Eine Statistik der ROULAC GROUP widerspricht den Ergebnissen von Jones Lang LaSalle relativ deutlich. Danach befinden sich in den USA 67 % der investierbaren Immobilien im Eigentum von Non-Property Companies, während 19 % von Immobilienanlagegesellschaften (Equity Capital Markets) gehalten werden und weitere 14 % in privatem Eigentum sind.⁵⁵¹ Zudem ist zu berücksichtigen, dass in dieser Statistik nur drittverwendungsfähige Immobilien im Eigentum der Unternehmen berücksichtigt werden, so dass der Anteil eigengenutzter Immobilien noch höher sein müsste.⁵⁵²

⁵⁵⁰ Vgl. Jones Lang LaSalle, Ownership Structures, S. 1 sowie Jones Lang LaSalle, European Capital Markets, S. 5. HILDWEIN und LINO widersprechen dieser Aussage und nennen einen Anteil von 40-45 % eigengenutzter Immobilien für die USA. Vgl. Hildwein/Leykam, Desinvestments, S. 4 sowie Lino, Konzernstrategien, S. 57. Eine ähnliche Behauptung stellt Wainwright für US-amerikanische Unternehmen auf. Er gibt an, dass US-amerikanische Unternehmen einen Anteil von nur 18 % der genutzten Immobilien im Eigentum halten, belegt diese Aussage jedoch nicht. Vgl. Wainwright, Divestment, S. 342.

⁵⁵¹ Vgl. Pederson, Corporate Real Estate (1, 1), S. 79.

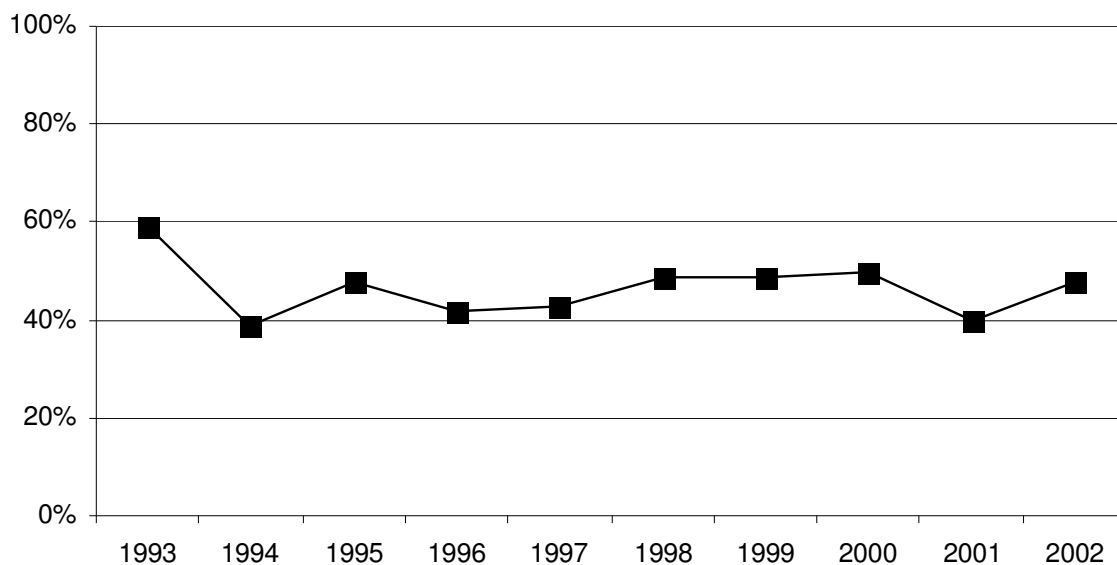
⁵⁵² RODRIGUEZ/SIRMANS, LINNEMAN und CHEKIJIAN gehen ebenfalls davon auf, dass der Anteil gewerblicher Immobilien im Eigentum der Unternehmen höher ist. RODRIGUEZ/SIRMANS gehen von 60 % aus, LINNEMAN beziffert den Anteil auf nahezu die Hälfte, und CHEKIJIAN behauptet, der überwiegende Teil befinde sich im Eigentum von Unternehmen. Vgl. Rodriguez/Sirmans, Managing Corporate Real Estate, S. 13; Chekijian, Capital Markets, S. 6 bzw. Linneman, Coming Disposal, S. 2. Diese Aussage kann auch für den Einzelhandelssektor bestätigt werden. Vgl. Benjamin/de la Torre/Musumeci, Leasing versus Owning, S. 233.

Die jährlich durchgeführte CREMRU⁵⁵³-JCI⁵⁵⁴ Survey of Corporate Real Estate Practices gibt ebenfalls Aufschluss über das Verhältnis zwischen angemieteten und eigengenutzten Immobilien. Hiernach unterscheiden sich die Relationen zwischen eigengenutzten und angemieteten Immobilien zwischen den USA und Europa ebenfalls kaum. Die Ergebnisse des Jahres 2002 werden in Tabelle 8 dargestellt.

	USA	Großbritannien	Kontinentaleuropa	Rest der Welt
Anteil Region am Stichprobenumfang	58 %	19 %	15 %	8 %
Anteil eigengenutzter Immobilien am Gesamtbestand	42 %	41 %	48 %	62 %

Quelle: Bon/Gibson/Luck, CREMRU-JCI 2002 Technical Report, S. 64.

Tabelle 8: Eigentumsverhältnisse im internationalen Vergleich



Eigene Darstellung auf Basis der Daten von Bon/Gibson/Luck, CREMRU-JCI Survey 1993-2002, S. 153.

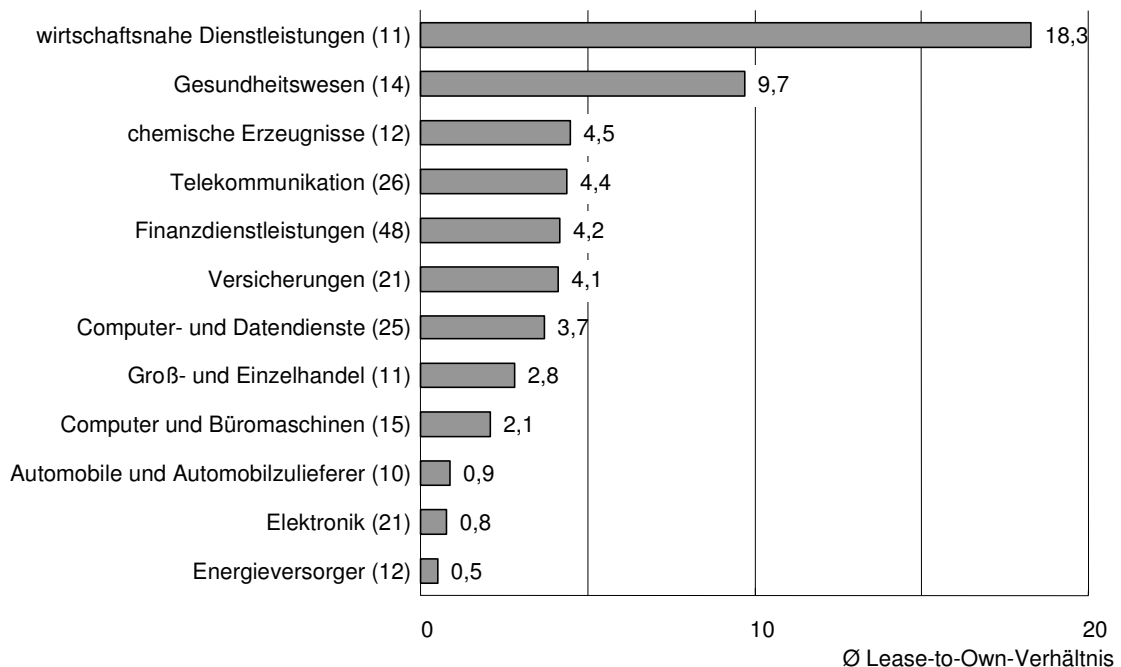
Abbildung 13: Anteil der eigengenutzten Flächen an der Gesamtfläche

Der durchschnittliche Anteil eigengenutzter Immobilien liegt – bezogen auf die Gesamtstichprobe – laut dieser Umfrage im Durchschnitt über die letzten zehn Jahre bei 47 %. Eine Entwicklung der Eigentumsquote ist aus der Umfrage jedoch nicht eindeutig abzuleiten, da sowohl die Zusammensetzung der befragten Unternehmen als auch die Rücklaufquote sich jährlich ändern, so dass die Ergebnisse auch hierauf zurückzufüh-

⁵⁵³ Corporate Real Estate Management Research Unit an der University of Reading.

⁵⁵⁴ Johnson Controls, Inc.

ren sein könnten.⁵⁵⁵ Abbildung 13 stellt die Ergebnisse der Umfragen der letzten Dekade bzgl. der Eigentumsquote dar. Gemäß den jährlichen Umfragen sind produzierende Unternehmen in der Regel Immobilieneigentümer, während Dienstleistungsunternehmen häufiger mieten.⁵⁵⁶



Quelle: McCourt/Holland/Hunter, Performance Ratios, S. 4.

Abbildung 14: Lease-to-Own-Verhältnis nach einer Studie des IDRC

Eine Studie des INTERNATIONAL DEVELOPMENT RESEARCH COUNCIL (IDRC)⁵⁵⁷ gibt ebenfalls Aufschluss über das flächenmäßige Verhältnis zwischen angemieteten Räumlichkeiten und Immobilien im Eigentum. Danach unterscheidet sich das so genannte Lease-to-Own-Verhältnis bei europäischen Unternehmen mit ca. 3 nur unwesentlich von US-amerikanischen Unternehmen mit einem Verhältnis von etwa 3,5.⁵⁵⁸ Angesichts einer Gesamtzahl von 305 US-amerikanischen im Vergleich zu lediglich 23 europäischen Unternehmen ist das Ergebnis jedoch nicht als repräsentativ zu erachten. Zudem wird die Zusammensetzung der Unternehmen nach Industriezugehörigkeit nicht dargestellt, obwohl diese – wie oben bereits dargestellt – einen erheblichen Einfluss auf die Eigentumsquote hat.

Bei einer Differenzierung sämtlicher Unternehmen nach Industriegruppen zeigt sich, dass in Branchen mit hoher Spezifität der Immobiliennutzung der Anteil angemieteter

⁵⁵⁵ Vgl. Bon/Gibson/Luck, CREMRU-JCI Survey 1993-2002, S. 152.

⁵⁵⁶ Vgl. Bon/Gibson/Luck, CREMRU-JCI Survey 1993-2002, S. 153.

⁵⁵⁷ heute: CoreNet Global.

⁵⁵⁸ Vgl. McCourt/Holland/Hunter, Performance Ratios, S. 2.

Immobilien deutlich geringer ist als der Anteil der Immobilien im Eigentum.⁵⁵⁹ Die in Abbildung 14 dargestellten Zahlen bilden das durchschnittlich beobachtete Verhältnis zwischen angemieteten Flächen und Immobilien im Eigentum der Unternehmen (so genanntes Lease-to-Own-Verhältnis) ab; die Anzahl der je Branche untersuchten Unternehmen steht in Klammern.⁵⁶⁰ Die Analyse gibt keinen Aufschluss über das absolute Volumen von Immobilien mit spezifischer Nutzung.

LIOW zeigt auf, dass zwischen Industriegruppen sowohl absolut als auch relativ wesentliche Unterschiede bezüglich des Immobilieneigentums vorliegen. „Hence CRE [corporate real estate] ownership is a function of industry.“⁵⁶¹ Er weist außerdem nach, dass das Immobilienvermögen der im Rahmen seiner Untersuchung betrachteten 109 börsennotierten Unternehmen mit Sitz in Singapur zwischen 1997 und 2001 deutlich zurückgegangen ist.⁵⁶²

Eine in Großbritannien von CROSBY/GIBSON/LUCK durchgeführte Studie zeigt, dass Unternehmen entweder überwiegend Eigentümer sind oder überwiegend mieten. Die Gruppe der Unternehmen, die ein gleichmäßiger balanciertes Portfolio aus eigengenutzten und angemieteten Immobilien aufweisen ist verhältnismäßig klein.⁵⁶³ Dies ist wahrscheinlich auf die Branchenzugehörigkeit der untersuchten Unternehmen zurückzuführen; eine differenzierte Betrachtung findet jedoch nicht statt.

Die Ausführungen dieses Abschnitts zeigen, dass die Einschätzungen über das Verhältnis zwischen angemieteten und eigengenutzten Immobilien insbesondere in Bezug auf die USA stark divergieren, so dass für diese Arbeit keine Aussage darüber getroffen wird, wie stark die Struktur der Verfügungsrechte europäischer bzw. deutscher Unternehmen von der US-amerikanischer Unternehmen abweicht. Die Ergebnisse aus Umfragen sind unter Umständen durch die Auswahl der Stichprobe verzerrt, während die Analyse von Jones Lang LaSalle einheitlich den gesamten Immobilienbestand erfasst.

⁵⁵⁹ Vgl. McCourt/Holland/Hunter, Performance Ratios, S. 4. Dass Unternehmen des produzierenden Sektors, des Verkehrs- und des Versorgungsbereichs generell größere Bestände im Eigentum halten, belegt auch VEALE. Vgl. Veale, Managing Corporate Real Estate Assets, S. 6.

⁵⁶⁰ Vgl. McCourt/Holland/Hunter, Performance Ratios, S. 4.

⁵⁶¹ Liow, Performance, S. 125.

⁵⁶² Das Immobilienvermögen ist von einem durchschnittlichen Bruttovermögenswert von ca. 410 Mio. US \$ im Jahr 1997 auf einen Durchschnitt von ca. 340 Mio. US \$ in 2001 gesunken. Vgl. Liow, Performance, S. 125.

⁵⁶³ Vgl. Crosby/Gibson/Oughton, Lease Structures, S. 4.

Nachdem in den vorangegangenen Punkten die Eigentumsstruktur an Unternehmensimmobilien beleuchtet wurde, sollen im Folgenden die notwendigen Verfügungsrechte dargestellt werden.

3.4.3 Erforderliche Struktur der Verfügungsrechte

Eine Vielzahl von Einflüssen verändert den Immobilienbedarf der Unternehmen und deren Flächennachfrage hin zu größerer Flexibilität.⁵⁶⁴ „A 15- or 20-year lease represents an eon in business. What was cheap in 1975 clearly isn't now.“⁵⁶⁵ Immobilien werden zunehmend als Behinderung für die Entwicklung des Unternehmens empfunden.⁵⁶⁶ „[...] real property has become the proverbial albatross of firms striving to compete in the new economic environment.“⁵⁶⁷ Aus physischer Perspektive sind Immobilien standortgebunden, zeitintensiv in der Beschaffung und Veränderung und anfällig für eine Überalterung. Aus finanzwirtschaftlicher Perspektive sind sie relativ illiquide, kapital- und kostenintensiv.⁵⁶⁸ Aus zahlreichen Studien geht hervor, dass die Verfügungsrechte an Unternehmensimmobilien in der bisherigen Form nicht mehr adäquat sind. Diese werden im Folgenden kurz dargestellt.

Im Rahmen einer Befragung siebzehn börsennotierter Großunternehmen hat O'ROARTY festgestellt, dass 50 % der fünf Jahre zurückliegende Flächenbedarfsplanungen sich als in hohem Maße unzutreffend erwiesen haben.⁵⁶⁹ Diesen Planungsschwierigkeiten kann nur durch eine erhöhte Flexibilität der Bereitstellung begegnet werden.

⁵⁶⁴ Vgl. Almond/Elliott/Foxley, *Irrational Exuberance*, S. 13; Becker/Sims, *Managing Uncertainty*, S. 13; Hudgins, *Fear of Commitment*, S. 46.

⁵⁶⁵ Ettorre, *Strategic New World*, S. 43. „Property [...] managers are manipulating their portfolios more than ever. One example is the two-year lease with five renewal periods instead of the traditional 15-year deal. Flexibility saves money and offers a chance for adjustment in a world of constant change.“ Kadzis, *Workplace Performance*, S. 687.

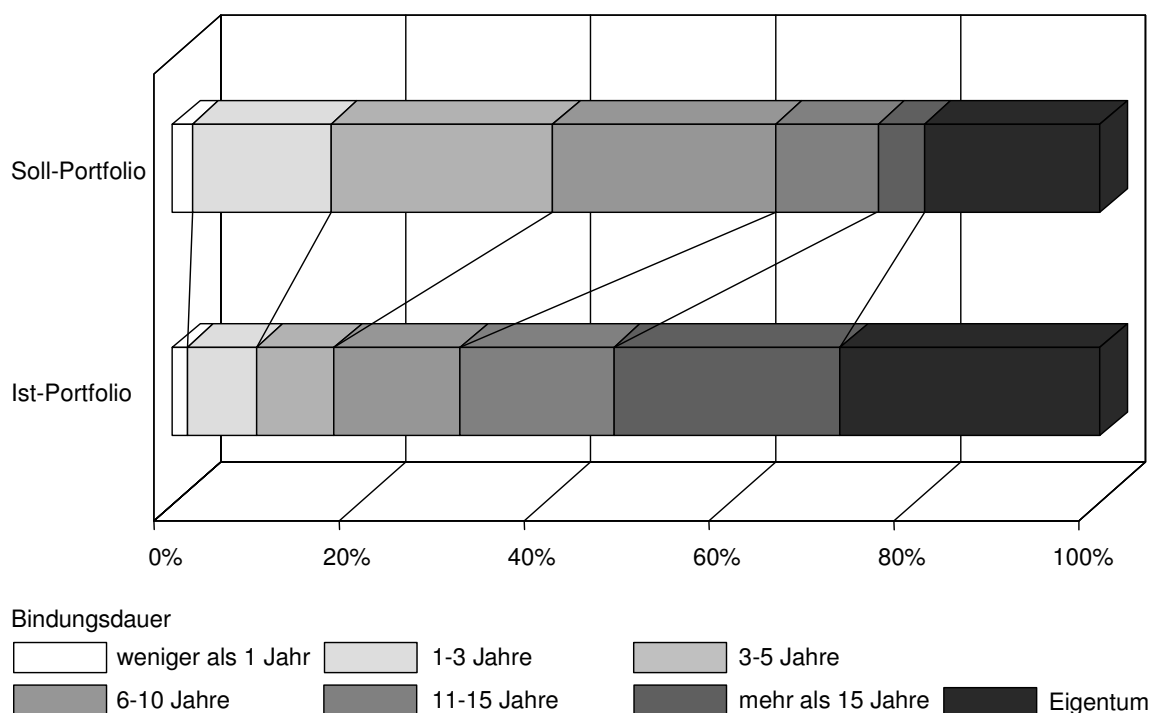
⁵⁶⁶ Vgl. Worthington, *Real Estate Strategies*, S. 83 und S. 87; Arend, *Portfolio Structuring*, S. 260; Apgar, *Strategic Role*, S. 21; Tranfield/Denyer/Burr, *Long-Term Assets*, S. 281; Barris, *Sale-Leasebacks*, S. 106. „A key limitation on strategy formulation and the design and implementation of strategic change is the so-called ‚stickiness‘ of many company assets [...] Nowhere is this more true than in the case of real estate and infrastructure assets.“ Tranfield/Denyer/Burr, *Long-Term Assets*, S. 281. „It was the beginning of what Bell calls ‚the age of unreal estate‘. Today, we are in the business of getting real estate out of the way of our businesses.“ Lyne, *Revolution*, S. 200. „For giants like GM and IBM, real estate is an issue of survival as they try to rid themselves of redundant properties that are difficult to sell or recycle. Restructuring their facilities will challenge Wall Street and the real estate industry for years to come.“ Apgar, *Real Estate Strategy*, S. 126.

⁵⁶⁷ Duckworth, *Planning and Control*, S. 495.

⁵⁶⁸ Vgl. Duckworth, *Planning and Control*, S. 495.

⁵⁶⁹ Vgl. O'Roarty, *Flexible Space*, S. 75.

Eine von GIBSON ET AL. durchgeführte Untersuchung von 48 Unternehmen kam zu dem Ergebnis, dass sich verkürzende Wirtschaftszyklen deutlich auf die Präferenzen der Immobilienbereitstellung auswirken. So wurde aufgezeigt, dass die Prognose des Flächenbedarfs bei den meisten Unternehmen nur noch für einen Zeitraum bis zu drei Jahren erfolgen kann.⁵⁷⁰ Weniger als 20 % der im Rahmen der Studie befragten Unternehmen geben an, für einen über drei Jahre hinausgehenden Zeitraum den Flächenbedarf planen zu können. Zwischen 40 und 50 % der befragten Unternehmen sehen sich nicht einmal imstande, die Anzahl der Mitarbeiter des Unternehmens, die Anzahl der Mitarbeiter in einem Gebäude oder die Anzahl der in einem Gebäude benötigten Arbeitsplätze über ein Jahr hinaus zu prognostizieren.⁵⁷¹ Entsprechend wurde die Möglichkeit der Aufgabe von Flächen bei der Auswahl von Räumlichkeiten als drittwichtigstes Kriterium nach Lage und Kosten gewertet.⁵⁷² Die Autoren haben auch die gewünschten und tatsächlichen Verfügungsrechte und Bindungsdauern erhoben. Die Gegenüberstellung in Abbildung 15 zeigt die Diskrepanz zwischen Soll- und Ist-Portfolio auf.



Quelle: Gibson et al., Needs & Choices, S. 11.

Abbildung 15: Durchschnittliche Zusammensetzung des Portfolios nach Bindungsdauer

⁵⁷⁰ Robert Patterson, Senior Vice President of Corporate Real Estate der Bank of America hat dies treffend ausgedrückt: „We live in three-year business plan with a seven-year lease world.“ Kadzis, Bank of America's "BIG DEAL", ohne Seite.

⁵⁷¹ Vgl. Gibson et al., Needs & Choices, S. 10.

⁵⁷² Vgl. Gibson et al., Needs & Choices, S. 18.

Diese Daten wurden mit einer Analyse von Daten der Occupiers Property Databank (OPD) plausibilisiert, die aufgezeigt hat, dass die Bereitstellung durch Eigentum und Mietverträge mit einer Laufzeit von über fünfzehn Jahren fast 60 % des gesamten Mietwerts ausmacht. Diese langfristige Bereitstellung steht in einem starken Kontrast zu den in der Studie genannten Präferenzen für eine flexible Bereitstellung. So gaben auch nahezu 60 % der Befragten an, keine Vertragsbindungsdauer von mehr als zehn Jahren mehr eingehen zu wollen, und 30 % erklärten, nicht mehr länger als fünf Jahre vertraglich gebunden sein zu wollen.⁵⁷³ Auch die im Folgenden aufgeführten Studien bestätigen den Vorzug kurzfristiger Bindungsdauern.

Eine weitere Befragung 45 britischer Unternehmen konnte aufzeigen, dass der Bedarf an Büroflächen aufgrund einer effizienteren Flächennutzung durch die Einführung neuer Arbeitsplatzkonzepte sowie Outsourcing und Rationalisierungen grundsätzlich zurückgeht und kürzere Vertragslaufzeiten bevorzugt werden.⁵⁷⁴

Eine Umfrage von DRIVERS JONAS ergab, dass 51 % der befragten Immobilien- und Finanzverantwortlichen Mietvertragslaufzeiten von drei bis fünf Jahren als optimal erachten. Zudem sind 59 % der Befragten bereit, für flexiblere Mietvertragskonditionen eine höhere Miete zu entrichten.⁵⁷⁵ Eine weitere Umfrage von CB Richard Ellis belegt ebenfalls, dass Unternehmen Verträge mit Kündigungsoptionen in Intervallen von sechs, neun oder zwölf Jahren langfristigen Verträgen ohne Kündigungsmöglichkeiten vorziehen.⁵⁷⁶

Die jährlich durchgeführte CREMRU-JCI-Umfrage belegt, dass die Fläche pro Mitarbeiter im Konjunkturzyklus starken Schwankungen unterliegt.⁵⁷⁷ Dies ist auf eine inflexible Immobilienbereitstellung zurückzuführen, die dem kurzen Planungshorizont der meisten Unternehmen bzw. Geschäftseinheiten nicht gerecht wird. Laut der Befragung liegt der langfristige Planungshorizont des Großteils der befragten Unternehmen bei unter vier Jahren⁵⁷⁸ und hat im Laufe der letzten zehn Jahre stetig abgenommen.⁵⁷⁹ Der Anteil leer stehender Flächen lag laut der Befragung in den Jahren 2000 und 2001 bei 7 %, in 2002 bei 8 %.⁵⁸⁰

⁵⁷³ Vgl. Gibson et al., Needs & Choices, S. 12.

⁵⁷⁴ Vgl. Gibson/Lizieri, Corporate Real Estate Portfolios, S. 65 f. und S. 74 f.

⁵⁷⁵ Vgl. Drivers Jonas, Corporate Occupiers, ohne Seite.

⁵⁷⁶ Vgl. Weatherhead, Corporate Strategy, S. 122.

⁵⁷⁷ Vgl. Bon/Luck, CREMRU-JCI 2002 Technical Report, S. 6.

⁵⁷⁸ Vgl. Bon/Luck, CREMRU-JCI 2002 Technical Report, S. 7.

⁵⁷⁹ Vgl. Bon/Luck, CREMRU-JCI 2002 Technical Report, S. 21.

⁵⁸⁰ Vgl. Bon/Luck, CREMRU-JCI 2002 Technical Report, S. 20.

NOURSE hat ebenfalls eine Tendenz hin zur Flexibilisierung der Immobilienbereitstellung festgestellt. Acht der elf von ihm befragten Unternehmen verfolgen die Flexibilisierung der Immobilienbereitstellung, da sie negative Erfahrungen mit der Verwertung überflüssiger Flächen gemacht haben.⁵⁸¹ Zudem wurde die Meinung vertreten, dass die Performance der Immobilienbereitstellung durch eine größere Flexibilität besser gesteuert werden kann.⁵⁸² Diese Auffassung teilt auch LINNEMAN: „So, another big value driver has to be: shorten the structures on your leases and make everything more liquid, because you don't know how long you're going to need it.“⁵⁸³

VEALE hat im Rahmen einer Studie aufgezeigt, dass die mangelnde Planbarkeit angesichts der Unsicherheit der Entwicklung des Immobilienmarktes, des wirtschaftlichen Umfelds und des Flächenbedarfs des Unternehmens für 34 % der Befragten die Entscheidungsfindung behindern.⁵⁸⁴ Flexibilität ist für 74 % der Immobilienverantwortlichen ein kritischer Faktor, 64 % der Befragten sind der Meinung, dass die Diversifikation der Immobilienbereitstellung durch ein angemessenes Verhältnis zwischen angemieteten und eigengenutzten Immobilien, unterschiedliche Mietvertragslaufzeiten etc. das finanzielle Risiko reduzieren kann.⁵⁸⁵

Eine Untersuchung von DEGW⁵⁸⁶ resultierte ebenfalls in der Erkenntnis, dass Unternehmen ein Spektrum von Räumlichkeiten benötigen. Dieses reicht von „symbolischen“, stetig verfügbaren Flächen, die den Mitarbeitern und Kunden Stabilität vermitteln und die Werte des Unternehmens widerspiegeln, zu „Space on-demand“. Die stetigen Flächen können langfristig angemietet oder im Eigentum des Unternehmens sein. Es handelt sich dabei in der Regel um den Unternehmenshauptsitz, ein Trainingscenter oder beispielsweise einen Forschungs- und Entwicklungscampus. Solche Flächen machen laut der Untersuchung einen Anteil von 30 % oder weniger am Immobilienportfolio eines Unternehmens aus. Ein großer Teil des Flächenbedarfs innerhalb eines Unternehmens besteht aus „flexi space“, der von Projektgruppen genutzt wird und mittel-

⁵⁸¹ Vgl. Nourse, Real Property Performance, S. 438. Vgl. hierzu auch Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 35. „The recession experience had a significant impact on how major corporate players made decisions about future property requirements and in their attitude to flexibility and cycles.“ Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 35. „There was a new desire to connect business requirements, often with varying length, to property requirements.“ Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 35.

⁵⁸² Vgl. Nourse, Real Property Performance, S. 437.

⁵⁸³ Linneman, Corporate Real Estate Market, S. 11.

⁵⁸⁴ Vgl. Veale, Managing Corporate Real Estate Assets, S. 11.

⁵⁸⁵ Vgl. Veale, Managing Corporate Real Estate Assets, S. 11.

⁵⁸⁶ Duffy, Eley, Giffone and Worthington.

fristig variiert.⁵⁸⁷ Flexible Flächen werden auf mittelfristiger Basis (3-5 Jahre) zur Verfügung gestellt und machen laut der Untersuchung einen Anteil von 40-60 % des Flächenbedarfs der untersuchten Unternehmen aus. Die übrigen Flächen können on-demand für Perioden zwischen einem Tag und einem Jahr bereitgestellt werden. Dieser Markt wird von Serviced Office-Anbietern wie Regus abgedeckt.⁵⁸⁸

Das Unternehmen Nokia beispielsweise stellt bereits heute einen großen Teil der Büroflächen durch einen Serviced Office-Anbieter bereit, um den relativ hohen Bedarf für kleine bis mittlere Büroflächen zu decken und eine größere Flexibilität zu gewährleisten, damit unmittelbar auf Veränderungen reagiert werden kann.⁵⁸⁹ 20 % der Arbeitsplätze von rund 10.000 Mitarbeitern an 60 % der Standorte werden in Serviced Offices untergebracht, während die Fläche des Kernportfolios deutlich reduziert wurde.⁵⁹⁰ Durch die Zusammenarbeit mit dem Serviced Office-Anbieter Regus kann nicht nur ein hohes Maß an Flexibilität, sondern auch ein effektiv liquides Portfolio erreicht werden. „[...] in the new economic and management paradigm, an organisation may require different types of business space to support different types of business activity.“⁵⁹¹ Projektbasierte Arbeit erfordert beispielsweise die projektabhängige Anmietung von Flächen.⁵⁹² Durch den Vertrag mit Regus können die Mitarbeiter auf täglicher Basis den Arbeitsplatz wechseln.⁵⁹³ Dadurch konnten die Arbeitsplatzkosten gegenüber konventionellen Büroflächen an manchen Standorten um mehr als 40 % reduziert werden.⁵⁹⁴ Zudem erlaubt die kurzfristige Anmietung nach Bedarf eine Konzentration der CREM-Einheit auf das strategische Kernportfolio.⁵⁹⁵

Auch Unternehmen wie beispielsweise Microsoft oder die Bank of America sind bestrebt, an möglichst vielen Standorten mit einem einzigen Vermieter zusammenzuarbeiten, um über ein Flächen-„Konto“ zu verfügen, so dass die Flächennutzung an man-

⁵⁸⁷ „In the world of high-tech, teams and alliances come together, create and break apart to return to their home laboratories.“ Ettorre, *Strategic New World*, S. 46.

⁵⁸⁸ Vgl. Worthington, *Real Estate Strategies*, S. 88 f.

⁵⁸⁹ Vgl. Tamburro, *Strategic Portfolio Management*, S. 24.

⁵⁹⁰ Vgl. Hudgins, *Fear of Commitment*, S. 48; Tamburro, *Strategic Portfolio Management*, S. 25 und S. 27 f.

⁵⁹¹ Lizieri/Gibson, *Flexibility*, S. 1.

⁵⁹² Eine von Joroff geleitete Gruppe von High-Tech-Unternehmen traf bereits 1993 zu einem Workplace-Szenario-Brainstorming zusammen. Dies resultierte in der Erkenntnis, dass „far from permanent facilities, what they needed was configured space to be temporarily occupied to generate their products, which often have a six-month development window.“ Ettorre, *Strategic New World*, S. 46.

⁵⁹³ „Those employees can work from any Regus office that suits their needs, shifting from New York one day to Singapore the next, without being tied to any particular office.“ Hudgins, *Fear of Commitment*, S. 48.

⁵⁹⁴ Vgl. Tamburro, *Strategic Portfolio Management*, S. 26.

⁵⁹⁵ Vgl. Tamburro, *Strategic Portfolio Management*, S. 26.

chen Standorten erweitert und an anderen aufgegeben und flexibel auf veränderte Bedürfnisse eingegangen werden kann.⁵⁹⁶ Ein Beispiel verdeutlicht die Funktionsweise: Der Nutzer benötigt zu jedem Zeitpunkt 5.000 m² Fläche an zehn verschiedenen Standorten.⁵⁹⁷ Der Vermieter übernimmt die Funktion der „Flächenbank“, die auf Basis eines Rahmenmietvertrags über eine bestimmte Flächenquantität für einen mittelfristigen Zeitraum zu vorher festgelegten Bedingungen Flexibilität gewährt. Diese Art der Vertragsgestaltung wird auch als „Universal Space Lease“ bezeichnet. Das hohe Risiko von Belegungslücken wird mit einer Prämie auf die Marktmiete vergütet.⁵⁹⁸ Serviced Office-Anbieter bieten schon heute derartige Mietvertragsmodelle an, und auch bereits durchgeführte Property Outsourcing-Transaktionen beruhen auf diesem Prinzip.⁵⁹⁹ Es gibt jedoch bislang relativ wenige Anbieter, die über einen geografisch derart breit gestreuten Bestand verfügen.⁶⁰⁰

Eine zunehmende Verkürzung der Planbarkeit und ein entsprechendes Bestreben nach mehr Flexibilität spiegelt sich auch in Untersuchungen der Entwicklung der Mietvertragsstrukturen in Großbritannien wider, wobei dort sehr lange Vertragsbindungen vorherrschten. Gemäß einer Untersuchung von DRIVERS JONAS hat – insbesondere bei kleinvolumigen Anmietungen – eine deutliche Verkürzung der Vertragslaufzeiten stattgefunden.⁶⁰¹ Die durchschnittliche Mietvertragslaufzeit der 1996 abgeschlossenen, in der Datenbank enthaltenen 4.713 Mietverträge aller Sektoren lag bei acht Jahren; bei 55 % der Mietverträge lag die Vertragsbindung bei unter fünf Jahren. Im Vergleich dazu lag sie 1989 noch bei durchschnittlich zwanzig Jahren.⁶⁰² Während Mietverträge für Büroflächen generell kürzer sind als in anderen Sektoren, ist der Unterschied in den letzten Jahren stark zurückgegangen.⁶⁰³ Eine Flexibilisierung hat nicht nur bezüglich der Vertragslaufzeiten stattgefunden. Die Vereinbarung von Kündigungsrechten hat bei Neuvermietungen zwischen 1993 und 1996 deutlich zugenommen. Während 1993 nur 12 % aller neuen Mietverträge eine Option zur vorzeitigen Vertragsauflösung enthielten, waren es 1996 bereits 20 %. Diese Zahlen gewinnen zudem angesichts eines zu diesem Zeitpunkt steigenden Mietniveaus an Bedeutung, da Kündigungsrechte in Zei-

⁵⁹⁶ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 25 und S. 27 f.; Becker/Sims, Managing Uncertainty, S. 77; O’Roarty, Flexible Space, S. 178.

⁵⁹⁷ Vgl. O’Roarty, Flexible Space, S. 78.

⁵⁹⁸ Vgl. O’Roarty, Flexible Space, S. 78.

⁵⁹⁹ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 25-28; Asson, Real Estate Partnerships, S. 330 f.

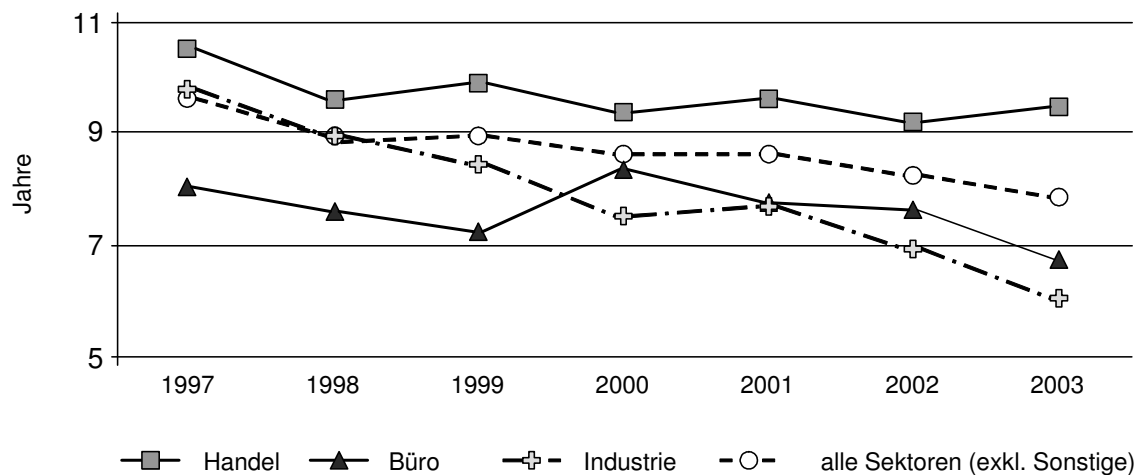
⁶⁰⁰ Vgl. O’Roarty, Flexible Space, S. 78.

⁶⁰¹ Vgl. Drivers Jonas, Commercial Leases, ohne Seite. Die Untersuchung basiert ebenfalls auf Daten der Investment Property Databank (IPD), London.

⁶⁰² Vgl. Drivers Jonas, Commercial Leases, ohne Seite.

⁶⁰³ Vgl. Drivers Jonas, Commercial Leases, ohne Seite.

ten steigender Nachfrage und steigender Mieten in der Regel tendenziell eine geringere Rolle spielen.⁶⁰⁴



Quelle: Crosby/Hughes/Murdoch, Commercial Leases, S. 78.

Abbildung 16: Entwicklung der Mietvertragslaufzeiten in Großbritannien, ungewichtet

Eine aktuelle Untersuchung der Entwicklung der Vertragsbindungsdauern in Großbritannien von CROSBY/HUGHES/MURDOCH bzw. der University of Reading und des Office of the Deputy Prime Minister basiert ebenfalls auf Daten der Investment Property Datenbank (IPD) für den Zeitraum 1997 bis 2003 und zeigt eine – weiterhin stattfindende – Verkürzung der Vertragsbindungsdauern von durchschnittlich 9,6 Jahren im Jahr 1997 auf unter acht Jahre in 2003 (vgl. Abbildung 16), wobei Kündigungsrechte in dieser Darstellung unberücksichtigt bleiben.⁶⁰⁵ Der größte Rückgang der Vertragsbindungsdauer hat – wie ebenfalls aus Abbildung 16 ersichtlich wird – bei der Anmietung von Industrieimmobilien stattgefunden, während Einzelhandelsflächen die längsten Mietvertragslaufzeiten aufweisen.⁶⁰⁶ Berücksichtigt man zudem bei der Vertragslaufzeit nur den Zeitraum bis zur ersten Kündigungsoption, so reduzieren sich die durchschnittlichen Vertragslaufzeiten um etwa ein bis zwei Jahre.⁶⁰⁷

Zudem haben gemäß Abbildung 17 – wie auch im Zeitraum zwischen 1989 und 1996 – zwischen 1997 und 2003 Vereinbarungen von Kündigungsrechten zugenommen, wenn auch zwischenzeitlich ein leichter Rückgang stattgefunden hat. Auch die Zeiträume bis

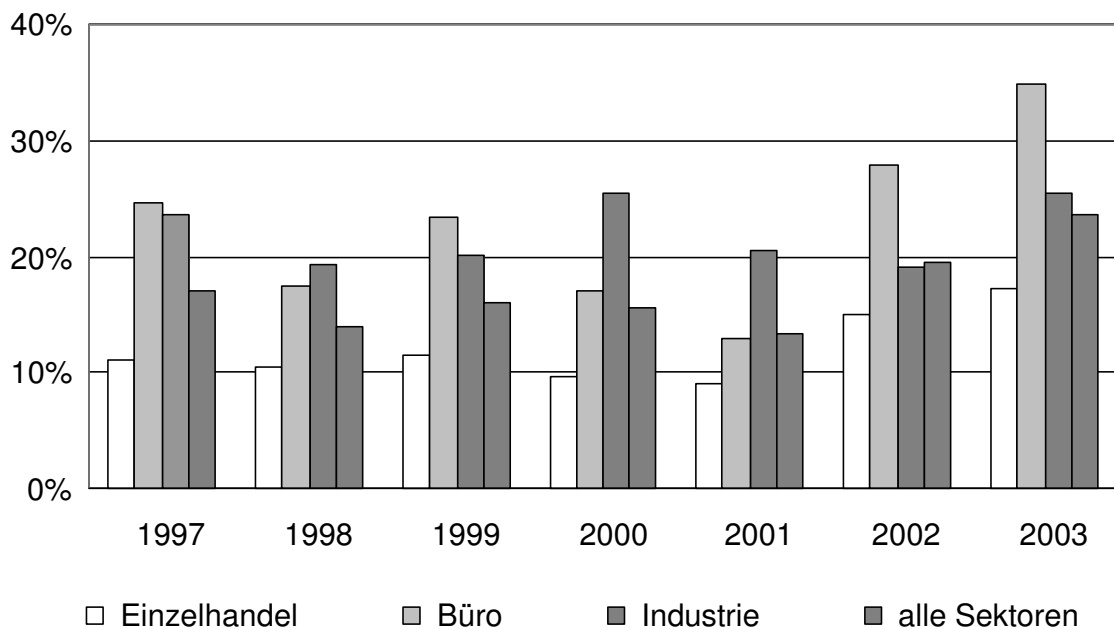
⁶⁰⁴ Vgl. Drivers Jonas, Commercial Leases, ohne Seite.

⁶⁰⁵ Vgl. Crosby/Hughes/Murdoch, Commercial Leases, S. 76.

⁶⁰⁶ Vgl. Crosby/Hughes/Murdoch, Commercial Leases, S. 77.

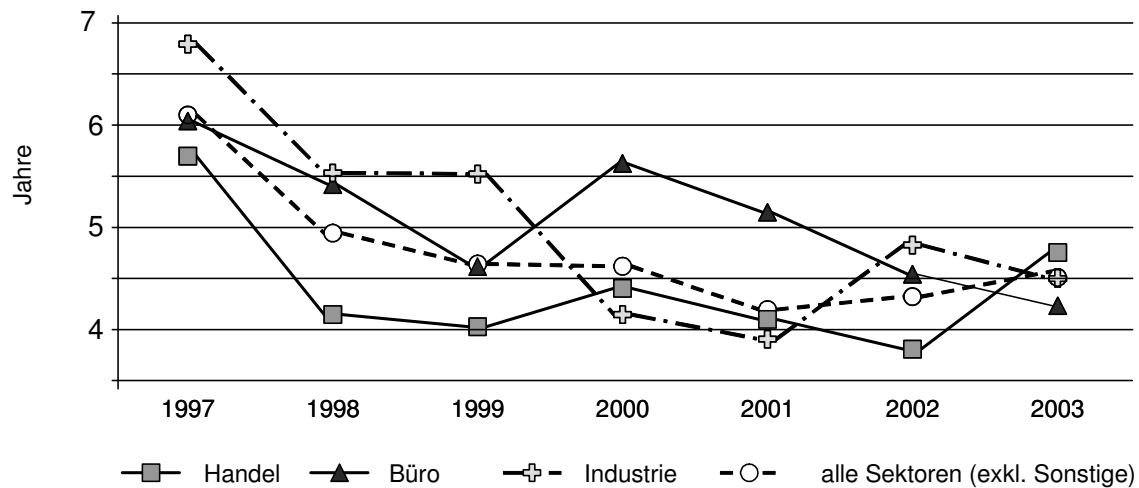
⁶⁰⁷ Vgl. Crosby/Hughes/Murdoch, Commercial Leases, S. 82 f.

zur ersten Kündigungsoption sind – wie Abbildung 18 darstellt – zurückgegangen. Beide Faktoren führen zu einer Flexibilisierung der Vertragsverhältnisse.⁶⁰⁸



Quelle: Crosby/Hughes/Murdoch, Commercial Leases, S. 98.

Abbildung 17: Häufigkeit der Vereinbarung von Kündigungsrechten



Quelle: Crosby/Hughes/Murdoch, Commercial Leases, S. 100.

Abbildung 18: Durchschnittliche Mietvertragslaufzeit der Verträge mit Kündigungsoption bis zur ersten Kündigungsoption

⁶⁰⁸ Vgl. Crosby/Hughes/Murdoch, Commercial Leases, S. 98 f.

Eine derartige Analyse bzw. die zugrunde liegenden Daten liegen bzw. lagen zum Zeitpunkt der Untersuchung für Deutschland nicht vor, so dass keine fundierte Aussage zur Entwicklung der Mietvertragsflexibilität getroffen werden kann.

Insgesamt zeigen diese Studien einen deutlichen Bedarf für eine größere Flexibilität der Immobilienbereitstellung. Dies wird untermauert durch die nachhaltige Verkürzung von Mietvertragslaufzeiten. Diesen Umständen muss das Corporate Real Estate Management mit einer an die strategische Planung des Unternehmens angepassten Immobilienbereitstellung entgegen. Der immer kürzer werdende Horizont der strategischen Planung erfordert eine Flexibilisierung der Immobilienbereitstellung.⁶⁰⁹ Unternehmen zögern, sich über den zunehmend kürzeren Horizont ihrer strategischen Planung hinaus vertraglich zu verpflichten. Viele Technologieunternehmen beispielsweise bezeichnen bereits Fünf-Jahres-Pläne als langfristig.⁶¹⁰ Während Flexibilität bei expandierenden Unternehmen als Option auf eine Flächenerweiterung verstanden wird, bedeutet sie für Unternehmen, deren Produkte sich bereits in der Reife- oder Sättigungsphase des Produktlebenszyklus befinden, die Möglichkeit, Standorte zügig zu verlagern oder stillzulegen. In beiden Fällen kann die Veräußerung und flexible Rückmiete ein größeres Reaktionsvermögen gewährleisten. Ein frühzeitiger Verkauf bei guter Marktlage ist insbesondere dann sinnvoll, wenn die Bestände generell oder bei schlechter Marktlage nur schwer verkäuflich sind. Durch eine Veräußerung wird das Risiko der Verwertung auf professionelle Investoren abgewälzt, und eine Standortverlagerung oder Aufgabe der Flächen wird ohne Berücksichtigung der Immobilien und deren Verwertung möglich.⁶¹¹

Die Verbindlichkeit der Anwendung der International Accounting Standards hat voraussichtlich ebenfalls einen Einfluss auf die Vertragslaufzeit bei Neuabschlüssen von Mietverträgen, da Mietverbindlichkeiten vermehrt bilanziert werden müssen.⁶¹² Ein Weg der Umgehung oder Minimierung ist der Abschluss von Mietverträgen mit Optionen.

⁶⁰⁹ Vgl. Haynes et al., Property, S. 7.

⁶¹⁰ Vgl. Pederson, Corporate Real Estate (1, 1), S. 78. „Manufacturing groups or retailers are still willing to sign for 10-year terms pointing to the core strategy that correctly selected location still means to these uses. However tenants of office and even warehouse space are increasingly seeking the opportunity to escape premises in as little as three years, anticipating uncertainty of place, size or configuration of the business unit beyond the date.“ Pederson, Corporate Real Estate (1, 1), S. 78.

⁶¹¹ Vgl. Weatherhead, Corporate Strategy, S. 35-38.

⁶¹² Vgl. Nelson Bakewell/OPD, Shorter Leases, ohne Seite. „Mandatory for plcs from January 2005, the introduction of IAS 16, 17 and 37 is likely to result in downward pressure on lease terms as rental commitments begin to appear on the balance sheet.“ Nelson Bakewell/OPD, Shorter Leases, ohne Seite. Zudem ist die Bilanzierung sämtlicher Verpflichtungen aus Mietverträgen vorgesehen. Vgl. Punkt 3.1.3.2 Exkurs zur Bilanzierung von Mietverträgen: IAS Lease Accounting Reform.

Diese jedoch lassen sich Vermieter vermutlich vergüten, so dass vermeintlich positive Effekte der Nicht-Bilanzierungspflicht durch höhere immobilienbezogenen Kosten ausgeglichen werden könnten.

Kurzfristige Mietverträge sind nicht immer die beste Bereitstellungsalternative, um den Bedarf der unternehmerischen Flexibilität zu decken.⁶¹³ Insbesondere in Bezug auf den langfristigen Flächenbedarf ist die Bereitstellung durch Eigentum häufig günstiger als die Anmietung.⁶¹⁴ Doch meist überwiegen andere Gründe für das Festhalten am Immobilieneigentum. Diese sollen im Folgenden dargestellt werden.

3.4.4 Gründe für die hohe Eigentumsquote und Entwicklung des Marktes für Corporate Real Estate

3.4.4.1 Historische Ursachen der hohen Eigentumsquoten

Die Bereitstellung durch Eigentum war für eine geraume Zeit die Regel, da Unternehmen früher auf die Entwicklung eigener Immobilien angewiesen waren.⁶¹⁵ Dies lag zum einen an der Wirtschaftsstruktur und zum anderen an einem mangelnden Angebot an geeigneten Immobilien, da es keinen entwickelten Mietmarkt bzw. Immobilienanlagenmarkt gab.⁶¹⁶ Im Industriezeitalter bestand größtenteils Bedarf für Industrieimmobilien spezifischer Nutzung wie Fabriken, Industriewerke etc.⁶¹⁷ Infolgedessen wurden Bau- und Liegenschaftsabteilungen gegründet, die für die Entwicklung und Verwaltung der Unternehmensimmobilien zuständig waren. Zudem war der Immobilienmarkt noch nicht genügend ausgereift, um Unternehmen den Bedarf an drittverwendungsfähigen Flächen zu einem wettbewerbsfähigen Preis zur Verfügung zu stellen.⁶¹⁸ Immobilienunternehmen waren meist sehr klein und nur als Projektentwickler, nicht aber als Verwalter tätig, so dass sie höhere Kapitalkosten hatten als große Industrieunternehmen und auch bezüglich der Verwaltungskosten keine Effizienzvorteile aufweisen konnten.⁶¹⁹ Da die Produktzyklen länger waren, die Wirtschaftsstrukturen sich nur langsam veränderten und Unternehmen organisch wuchsen, stimmte die langfristige Natur der Immobilienbereitstellung durch Eigentum mit den Produktzyklen und der Lebensdauer des Un-

⁶¹³ Vgl. Nourse, Flexibility, S. 25.

⁶¹⁴ Vgl. Nourse, Flexibility, S. 25 sowie Interview vom 18.1.2005 mit Herrn Volker Dittmeier, Sireo Real Estate Asset Management GmbH.

⁶¹⁵ Vgl. Linneman, Coming Disposal, S. 2. „The simple fact that corporations had to acquire real estate, due to a lack of alternatives, has provided a capital reserve.“ Krumm, History, S. 282.

⁶¹⁶ „Decades ago, due to an absence of a well-developed commercial real estate market, European corporations had little choice but to own their land and buildings.“ Krumm/Linneman, Corporate Real Estate Management, S. 4.

⁶¹⁷ Vgl. Linneman, Coming Disposal, S. 3.

⁶¹⁸ Vgl. Krumm, History, S. 278.

⁶¹⁹ Vgl. Linneman, Coming Disposal, S. 3.

ternehmens, d.h. der Fristigkeit der Immobiliennutzung überein, so dass die Immobilienbereitstellung durch Eigentum auch im Interesse der Aktionäre war.⁶²⁰

Heute müssen sich Unternehmen ständig verändern, um sich im Wettbewerb behaupten zu können. In der Konsequenz hat die Bereitstellung von Unternehmensimmobilien durch Eigentum zunehmend negative Auswirkungen auf das Vermögen der Anteilseigner eines Unternehmens, da dringend benötigtes Kapital gebunden wird und zudem Verwertungsrisiken eingegangen werden.⁶²¹ Folglich wurde die Immobilienbereitstellung durch Eigentum bereits vor einer Dekade von Wissenschaftlern und Anteilseignern in Frage gestellt.⁶²² Die Veränderung der Geschäftstätigkeit der Unternehmen und die zunehmende wirtschaftliche Dynamik resultierten in einer steigenden Nachfrage nach Mietflächen und führten zu einer Professionalisierung des Immobilienmarktes.⁶²³ Zudem hat der Strukturwandel hin zu einer Dienstleistungsgesellschaft den Bedarf an Unternehmensimmobilien grundlegend verändert, so dass – auch in Industrieunternehmen – größtenteils Mehrzweckimmobilien benötigt werden, die durch einen zunehmend wettbewerbsfähigen Mietmarkt bereitgestellt werden können.⁶²⁴

Eine weitere Ursache für die hohe Eigentumsquote ist das zunehmend externe Unternehmenswachstum durch Fusionen und Akquisitionen, das häufig in überflüssigen Immobilienbeständen resultiert.⁶²⁵ Zudem wurden von manchen Großunternehmen in großem Ausmaß Reserveflächen für Expansionen akquiriert, die heute – unter anderem auch aufgrund von Produktionsverlagerungen an kostengünstigere Standorte – häufig ungenutzt sind.⁶²⁶

⁶²⁰ Vgl. Krumm, History, S. 277 sowie Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 12.

⁶²¹ Vgl. Linneman, Coming Disposal, S. 5.

⁶²² Vgl. bspw. Hanson, Shareholder Value's Black Hole, S. 30.

⁶²³ Vgl. Krumm/Dewulf/de Jonge, Added Value, S. 373.

⁶²⁴ Vgl. Linneman, Coming Disposal, S. 5.

⁶²⁵ Vgl. Mackay/Kessler-Park, Disposal of Special-Purpose Assets, S. 8 f.; Gibson et al., Needs & Choices, S. 26; Becker, Infrastructure on-demand, S. 158; Lyne, Expansion, S. 494; Bloch, Merger Preparation, S. 14 f.; Kruger, Fixed-Asset Fix, S. 77; Friedemann, Kapitalanlage-Strategien, S. 53; Knips, Corporate Real Estate Management, S. 19. Laut Einschätzung eines Experten resultieren Fusionen durchschnittlich in mindestens 10 % überschüssigen Flächen. Vgl. Kruger, Fixed-Asset Fix, S. 77.

⁶²⁶ Vgl. Kühni/Christmann, Aventis, S. 270; Porten, Buy-and-hold, S. 2. Siemens hat bspw. bei der Akquisition neuer Flächen von vornherein drei- bis viermal über den akuten Bedarf hinausgehende Grundstücke als potenzielle Erweiterungsflächen akquiriert. Seit einigen Jahren findet nun eine aktive Verwertung dieser bis heute kaum genutzten Flächen statt. Vgl. Porten, Buy-and-hold, S. 2.

In Europa ist weiterhin die Privatisierung ehemals staatseigener Betriebe ein Grund für die hohe Eigentumsquote der Unternehmen.⁶²⁷ In Großbritannien wurden Immobilien zudem insbesondere auch zum Schutz vor „upward-only rent reviews“ im Eigentum gehalten.⁶²⁸

3.4.4.2 Haltung und Kompetenz von Unternehmensführung und Immobilienverantwortlichen

Die weiterhin hohe Eigentumsquote ist nicht nur auf mangelnde Vermarktungsmöglichkeiten, sondern auch auf fehlende Expertise und Anreizprobleme zurückzuführen. Niedrige Buchwerte verdecken oftmals, dass Immobilien keine angemessenen Rendite erwirtschaften, so dass kein Anreiz zu einer aktiven Verwertung besteht.⁶²⁹ Vielmehr ermöglicht die Bilanzierung zu fortgeführten Buchwerten die Bildung stiller Reserven, die in Zeiten sinkender Unternehmensgewinne zur Ergebnisglättung aufgelöst werden können.⁶³⁰ Zusätzlich dient die Immobilie als Kapitalreserve, die in Zeiten eines schlechten Kapitalmarktzugangs freigesetzt werden kann. „Routine corporate financing practice may make short-term leases undesirable as a business technique. If all facilities are leased on short terms, the corporate balance sheet contains no hidden assets that enable the corporation to raise money outside the bond and stock market.“⁶³¹ Eine Veräußerung kommt oftmals schon allein aus diesen Gründen für viele Unternehmen nicht in Frage.⁶³²

Es kann jedoch nicht grundsätzlich von einer Wertsteigerung von Immobilien ausgegangen werden. Häufig liegen aufgrund technischer und wirtschaftlicher Überalterung und mangelnder Drittverwendungsfähigkeit oder aufgrund eines Preisverfalls nach der Anschaffung der Immobilien keine stillen Reserven, sondern stille Lasten vor.⁶³³ Um keine Buchverluste zu realisieren, wird in diesem Fall oftmals von einer Veräußerung

⁶²⁷ Vgl. Laposa/Charlton, Property Holdings, S. 35.

⁶²⁸ Vgl. Laposa/Charlton, Property Holdings, S. 35.

⁶²⁹ Vgl. bspw. Cohen, Confusing Business of Retailer's Property, S. 21; Schulte, Stille Reserven, S. 45.

⁶³⁰ Vgl. Liow/Ooi, Analysis and Management, S. 242; Werres, Beton, S. 128 f.; Fernández Reumann, Immobilienoutsourcing, S. 19.

⁶³¹ Nourse, Flexibility, S. 25.

⁶³² Vgl. Ruhkamp, Das große Aufräumen, S. 5.

⁶³³ Vgl. Bomba, Right Space, S. 1. „It is because of the physical appearance of permanence, however, that real estate decision makers sometimes are misled. Even hardheaded business managers may on occasion forget that income is the fundamental fact of economic life, especially when they are confronted with bricks, mortar, and land. Somehow it seems as though things that look so permanent ought to have some kind of value. In fact, of course, some buildings may prevent a parcel of land from having any value at all, or may greatly limit earnings for many years.“ Weimer, Real Estate Decisions, S. 107.

der Bestände abgesehen.⁶³⁴ Vernachlässigt wird hierbei jedoch die Tatsache, dass Immobilienbestände – insbesondere dann, wenn sie nicht genutzt werden – Kosten verursachen, denen keine Erlöse aus dem Kerngeschäft gegenüberstehen.⁶³⁵

Auch wenn das Eigentum an Immobilien zunehmend in Frage gestellt wird, so herrscht auch heute noch häufig die Meinung, dass das Eigentum an „Landmark HQ“-Gebäuden und anderen Unternehmensstandorten ein Mittel zur Darstellung des Unternehmens und Teil der Unternehmenskultur ist.⁶³⁶ Die Verfügungsgewalt über Immobilien dient zudem oft als Statussymbol für Manager.⁶³⁷ Auch die traditionelle Sichtweise, dass physisches Anlagevermögen einen großen Teil des Wertes eines Unternehmens darstellt, ist eine weitere Ursache für die hohen Eigentumsquoten an Unternehmensimmobilien.⁶³⁸ Daneben hat die Denkweise, dass die Immobilie als Betriebsmittel – insbesondere auch angesichts ihrer langen Lebensdauer – im Eigentum gehalten werden muss, auch heute noch Bestand.⁶³⁹ „Die Behandlung der Ressource Immobilie wird nach europäischer Wirtschaftsideologie wesentlich von der Idee beeinflusst, dass für die Erstellung der unternehmerischen Leistung eigene Immobilien notwendig sind. Dies ist ebenso wenig zutreffend wie die Vorstellung, dass für die Finanzierung eines Unternehmens nur eigene Mittel einzusetzen sind.“⁶⁴⁰

Zudem argumentieren viele Immobilienführungskräfte, dass Kontrolle über Immobilien nur durch Eigentum gewahrt werden kann; dies ist jedoch in vielen Fällen nicht notwendig, wenn keine wesentlichen baulichen Veränderungen durchgeführt werden

⁶³⁴ Vgl. Nourse, Real Property Performance, S. 437; Friedemann, Liegenschaften, S. 43; Pfnür/Armonat, Conflict, S. 318 f.; Reppert, Paketverkäufe, ohne Seite; Leykam, Bilanzierungsregeln, S. 4.

⁶³⁵ Vgl. White, Corporate Real Estate Strategies, S. 71; Flegel, Surplus Corporate Real Estate, S. 53.

⁶³⁶ Vgl. Laposa/Charlton, Property Holdings, S. 35; Reppert, Paketverkäufe, ohne Seite; Tranfield/Denyer/Burr, Long-Term Assets, S. 281; Liow, Performance, S. 120; Brown, Strategic Design Decisions, S. 81 f. So baut bspw. Siemens sowohl in Moskau als auch in Beijing (Peking) Landmark-Bürotürme, um „damit in einem boomenden Markt Flagge [zu] zeigen.“ Unterreiner, Deutsche Industriekonzerne bauen in Peking, S. V1. Dabei wird der neue Siemens-Turm „eine Art Leistungsschau des Technologiekonzerns“, da die Infrastruktur ausschließlich aus in China gefertigten Siemens-Produkten bestehen wird. Vgl. Unterreiner, Deutsche Industriekonzerne bauen in Peking, S. V1.

⁶³⁷ Vgl. Werres, Beton, S. 128.

⁶³⁸ Vgl. Evans/French/O’Roarty, Accountancy, S. 214 f. sowie Haynes et al., Property, S. 9. „The traditionally [!] assumption that physical assets are a large part of the value underpinning a corporate balance sheet is increasingly questionable when market valuations look more for intellectual capital, be it brands, people or knowledge.“ Haynes et al., Property, S. 9.

⁶³⁹ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 5; Liow, Performance, S. 120.

⁶⁴⁰ Trappmann, Immobilien-Portfolio-Management, S. 5.

müssen.⁶⁴¹ Oftmals geht die Unternehmensführung davon aus, dass die Veräußerung von Unternehmensimmobilien als Trennung vom Tafelsilber wahrgenommen und als negatives Signal bzgl. der Situation des Unternehmens beurteilt werden könnte.⁶⁴²

Häufig ist die Eigentumsquote auch nur aufgrund einer mangelnden Beschäftigung mit der Ressource Immobilie derart hoch. So hat sich Immobilienvermögen bei vielen Unternehmen aufgrund reiner Untätigkeit und eines mangelnden Managementfokus angesammelt.⁶⁴³ „Real estate remains disliked and under-managed as an asset class within most major corporations.“⁶⁴⁴ Häufig liegen zudem Anreizprobleme bei der Steuerung der für die Desinvestition des Immobilieneigentums gegründeten Abteilungen vor.⁶⁴⁵ Oftmals bestehen Bedenken, eine Monetarisierung und die Einführung eines aktiven Managements könne die Unzulänglichkeiten des bisherigen Managements aufdecken⁶⁴⁶ und zu einer Umstrukturierung der Corporate Real Estate-Einheit führen.⁶⁴⁷

Eine Ursache für die Vernachlässigung von Unternehmensimmobilien ist die Bilanzierung zu fortgeschriebenen Buchwerten, die teilweise signifikant unter den Marktwerten liegen.⁶⁴⁸ Auch wenn Immobilienwerte ermittelt werden, besteht aufgrund einer unan-

⁶⁴¹ „Many CRE [corporate real estate] managers have an unjustified bias towards owning buildings in the name of maximising control, without recognising that an equivalent amount of control can usually be negotiated in a lease without overcommitting the firm.“ Deeble, Procurement, S. 147. Dies belegt bspw. auch die Existenz von REITs, die auf die Vermietung von Laborflächen für Biotechnologieunternehmen spezialisiert sind. Vgl. Puleo, Biotechnology Leasing, S. 332. Vgl. auch Jones, Underwriting Criteria, S. 9; Hanson, Shareholder Value's Black Hole, S. 34.

⁶⁴² Darüber hinaus wird die Investition in Immobilien als positives Signal für den Fortbestand des Unternehmens aufgefasst. „From the corporate occupiers' viewpoint, investing in real estate offers several other advantages, such as: a proxy that reflects organisational growth[...].“ Liow/Ooi, Analysis and Management, S. 242. Vgl. auch Liow, Performance, S. 120.

⁶⁴³ Vgl. Hill, Impact of Corporate Real Estate, S. 313.

⁶⁴⁴ Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 9. Diese Auffassung teilen die meisten Forscher, die sich mit Corporate Real Estate Management befassen. Vgl. Hwa, Reorganisation and Restructuring, S. 18; Schäfers, German Companies, S. 301; Nelson/Potter/Wilde, Real Estate Assets, S. 29; Eul, Corporate Change, S. 17; Veale, Managing Corporate Real Estate Assets, S. 2; Englert, Strategic Alignment, S. 46; Allard/Barber, Aligning Real Estate, S. 214. Vgl. auch Liow/Ooi, Analysis and Management, S. 242; Haynes et al., Property, S. 8. Dies gilt insbesondere auch für die öffentliche Hand. Vgl. Audit Commission, Hot Property, S. 10; Ecke, Immobilienmanagement, S. 1.

⁶⁴⁵ Vgl. Fernández Reumann/Krieger/Friedrichs, Fallstudie Deutsche Telekom AG, S. 417; Reppert, Paketverkäufe, ohne Seite; Werres, Beton, S. 132. Bei Kodak wurde ein Teil dieses Anreizproblems gelöst, indem die Corporate Real Estate-Einheit schrittweise die Kostenverantwortung für die Bewirtschaftungskosten betriebsneutraler Immobilien zu tragen hat, damit ein Anreiz zur zügigen Verwertung besteht. Vgl. Russell, Property Puzzle, S. 45.

⁶⁴⁶ Vgl. Kahn, Lease Management, S. 370; Fernández Reumann, Immobilienoutsourcing, S. 21.

⁶⁴⁷ Dies ist in der Praxis auch häufig der Fall. Vgl. Helling, Rationalise, S. 89; Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 44 f.; McMahan/Light, Portfolio Management, S. 188.

⁶⁴⁸ Vgl. Gale/Case, Resource Management, S. 26.

gemessenen Methodenwahl häufig Unklarheit bzgl. des vorhandenen Wertsteigerungspotenzials.⁶⁴⁹ Durch die vorherrschende Intransparenz des Immobilienvermögens erfährt das Immobilieneigentum eine mangelnde Aufmerksamkeit durch die Unternehmensleitung.⁶⁵⁰ Es ist anzunehmen, dass die Verpflichtung zur Bilanzierung nach internationalen Rechnungslegungsstandards zumindest in börsennotierten Unternehmen zwangsläufig einen Wandel der Einstellung zu Immobilieneigentum hervorrufen wird.⁶⁵¹

Angesichts der großen Menge an Unternehmensimmobilien und der Heterogenität der Immobilienbestände verwundert es nicht, dass die Verwertung eines langen Vorlaufs bedarf. Häufig mangelt es jedoch an der notwendigen Kompetenz und an Managementkapazitäten.⁶⁵²

3.4.4.3 Entwicklungsstand des Immobilien- und Kapitalmarktes als Hindernis einer Restrukturierung der Immobilienbereitstellung

Zersplitterte Investorengruppen und eine insbesondere an angloamerikanischen Maßstäben gemessene zurückgebliebene Kapitalmarktentwicklung sind ebenfalls wesentliche Gründe dafür, dass eine Monetarisierung bislang nicht in größerem Umfang stattgefunden hat.⁶⁵³ Insbesondere komplexe Property-Outsourcing-Lösungen entwickeln sich nur langsam.⁶⁵⁴ Obwohl viele europäische Unternehmen diese Möglichkeit ernsthaft erwägen, sind bislang nur wenige Transaktionen umgesetzt worden.⁶⁵⁵ Dies ist auf die langen Vorbereitungszeiten, komplizierte Vertragsverhandlungen über die Leistungsinhalte und -messgrößen sowie – insbesondere in Kontinentaleuropa – eine Knappheit an geeigneten Anbietern in einem unausgereiften Markt zurückzuführen.⁶⁵⁶

⁶⁴⁹ Vgl. Pfnür/Armonat, Desinvestment, S. 10; Pfnür/Armonat, Conflict, S. 317-319.

⁶⁵⁰ Vgl. Brühl, Wertschöpfung, S. 53. PFNÜR argumentiert, dass auch außerhalb des Unternehmens Intransparenz bzgl. des Immobilienvermögens herrscht, da – anders als in den USA – keine Aktienkursreaktionen auf bedeutende Immobilientransaktionen oder Restrukturierungen des Immobilienbereichs zu verzeichnen sind. Vgl. Pfnür/Armonat, Desinvestment, S. 11.

⁶⁵¹ Vgl. Fernández Reumann, Immobilienoutsourcing, S. 19.

⁶⁵² Vgl. o.V., Ausländische Investoren, S. 3 f.; Sireo Real Estate Asset Management GmbH, Annual Report 2003, S. 42 f. sowie Rohmert, Probleme, S. 2.

⁶⁵³ Vgl. Laposa/Charlton, Property Holdings, S. 45. „Examples of forward thinking real estate finance vehicles and transactions are today more common in the USA than elsewhere [... however] direct capital market/corporate property transactions are still relatively infrequent.“ Pederson, Corporate Real Estate (1, 1), S. 75 f.

⁶⁵⁴ Vgl. Laposa/Charlton, Property Holdings, S. 36.

⁶⁵⁵ Vgl. Laposa/Charlton, Property Holdings, S. 36.

⁶⁵⁶ Vgl. Laposa/Charlton, Property Holdings, S. 45; Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 45; Lawson, Assets, ohne Seite sowie Ratner, Outsourcing, S. 2. „European corporate outsourcing firms have not developed the industry recognition in the non-property world.“ Laposa/Charlton, Property Holdings, S. 45.

Auch die Preisfindung für Sale-Leaseback-Transaktionen mit flexiblen Vertragsstrukturen ist noch nicht ausgereift.⁶⁵⁷

„Ein eigenständiger Wirtschaftszweig der Immobilienwirtschaft, in dem sich Unternehmen in ihrem Kerngeschäft mit der Bewirtschaftung von Immobilien befassen, befindet sich in Deutschland gerade erst im Entstehen.“⁶⁵⁸ Zudem sind klassische Immobilieninvestoren, die über eine ausreichende Masse verfügen, oftmals nicht bereit, flexible Immobilienlösungen anzubieten und höhere Risiken einzugehen. Offene und geschlossene Immobilienfonds und Versicherungen als dominante Immobilieninvestoren in Deutschland bedürfen langfristiger Mietvertragsverpflichtungen. Unter anderem ist dies (bei offenen Fonds und Versicherungsgesellschaften) auf die gesetzlichen Anlagebeschränkungen zurückzuführen. „[...] selling off real estate assets is difficult if reliable buyers are scarce. Companies that sell and lease back seek reputable institutional investors with whom they can establish long-run relationships.“⁶⁵⁹ In Ländern, in denen solche Investoren nicht vorhanden oder nicht ausreichend kapitalisiert sind, sehen sich Unternehmen gezwungen, weiterhin Immobilien durch Eigentum bereitzustellen.⁶⁶⁰

Der Immobilienmarkt für partnerschaftliche Immobilienlösungen mit langfristigen Verträgen, die eine große Flexibilität bezüglich der genutzten Immobilien erlauben, ist in den USA und in Großbritannien zwar bereits weiter entwickelt als in Kontinentaleuropa. Doch die Immobilienwirtschaft im Sinne einer Industrie, die das Ziel der geringsten Kosten bzw. höchsten Qualität verfolgen, ist auch hier noch nicht ausgereift. Im Vergleich zu anderen Industrieunternehmen wie beispielsweise Versorgungsunternehmen sind Immobilienbestandsgesellschaften noch relativ klein.⁶⁶¹ Für innovative Gesamtlö-

⁶⁵⁷ „The [pricing] process has been slow to receive acceptance in the private sector, where often the significant number of leasehold properties makes the ‘accommodation’ charge so expensive that when compared against the rent the deal fails.“ Laposa/Charlton, Property Holdings, S. 37. Auch bezüglich Serviced Offices als Bereitstellungsalternative besteht dieses Problem. Serviced Offices werden zwar von vielen Unternehmen als erstrebenswerte Alternative zur längerfristigen Anmietung gesehen und daher teilweise als Bereitstellungsalternative wahrgenommen; vielen erscheint diese Form der Immobilienbereitstellung jedoch zu teuer, da der Markt noch unausgereift sei und eine geringe Kostentransparenz bestehe. Vgl. Gibson et al., Needs & Choices, S. i und S. 26. Zudem fehlt es angesichts der hohen Risiken des Geschäfts an einem ausreichenden Vertrauen in Serviced Office-Anbieter. Vgl. Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 35. Zu den Problemen von Serviced Office-Anbietern vgl. bspw. Cohen, Regus Expectations, S. 24.

⁶⁵⁸ Heyden/Pfnür, Prozessmanagement, S. 6.

⁶⁵⁹ Brounen/Eichholtz, Global Trends, S. 77.

⁶⁶⁰ Vgl. Brounen/Eichholtz, Global Trends, S. 77.

⁶⁶¹ Vgl. Linneman, Corporate Real Estate Market, S. 11.

sungen sind die Immobilienmärkte noch zu stark fragmentiert.⁶⁶² Es fehlt an kritischer Masse auf der Seite des Immobilienangebots bzw. der Immobilieninvestoren.⁶⁶³ „Portfolio-level solutions are difficult, at best, due to lack of ownership concentration. For example, in the United States, Equity Office Properties Trust is the largest office owner/landlord with just over 125 million square feet of space in their owned portfolio. This number represents only 3 % of the total office market in the U.S.“⁶⁶⁴

Die Entwicklung hin zu einer „echten“ Industrie ist jedoch langfristig absehbar und birgt große Kostensenkungspotenziale bzw. Qualitätsverbesserungspotenziale bzgl. der Immobilienbereitstellung und –bewirtschaftung.⁶⁶⁵ In den USA konnten auf das effiziente Management großer Bestände spezialisierte REITs bereits die ersten Skaleneffekte im Management von Immobilien realisieren.⁶⁶⁶ Daraus resultiert eine rapide wachsende Anzahl an großen Immobilienunternehmen mit gutem Kapitalzugang. Auch britische Property Companies haben sich auf das Management großer Immobilienbestände spezialisiert. Diese großen Immobilienunternehmen bieten Non-Property Companies die Möglichkeit, ihre Immobilienbestände zu veräußern und zu den gewünschten Konditionen und zu wettbewerbsfähigen Mieten zurückzumieten.⁶⁶⁷

Für die Unternehmensfinanzierung haben sich hoch entwickelte, effiziente Finanzmärkte gebildet, so dass überflüssige Liquidität optimal eingesetzt werden kann. Für den Immobilienmarkt haben sich ein vergleichbarer Markt und ein vergleichbares Management aufgrund der Heterogenität und Standortgebundenheit bislang nicht entwickelt, so dass vorhandene Immobilienressourcen in betriebs- und volkswirtschaftlicher Hinsicht suboptimal genutzt werden.⁶⁶⁸ Auch NOURSE merkt an, dass Immobilien in der gleichen Art und Weise gewinnmaximierend gemanagt werden könnten wie Barmittel und Inven-

⁶⁶² „The marketplace is highly fragmented with many landlords and tenants worldwide at varying levels of sophistication, resulting in inefficiencies in the real estate marketplace.“ Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 10. Vgl. auch Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 231. „Landlords also account for only small fragments of the market.“ Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 231.

⁶⁶³ „The reason for the gap is also a function of lack of critical mass on the supply side of the market that would enable providers to mitigate or hedge void risk by off-setting ‚put‘ and ‚call‘ type options on flexible space.“ Dixon et al., Occupational Futures, S. IX.

⁶⁶⁴ Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 11.

⁶⁶⁵ Vgl. Linneman, Corporate Real Estate Market, S. 11.

⁶⁶⁶ Ambrose/Highfield/Linneman, Economies of Scale, S. 323; Linneman, Coming Disposal, S. 6.

⁶⁶⁷ Vgl. Linneman, Coming Disposal, S. 6.

⁶⁶⁸ Vgl. Trappmann, Immobilien-Portfolio-Management, S. 5. „Cash and real estate share at least two important characteristics: they are both large balance sheet items, and neither is part of the product line of most industrial corporations. Cash, however receives intensive management, whereas real estate is largely ignored. If corporations managed their cash and liquid assets the way they manage their real estate, they would justifiably be assaulted by stockholder suits from coast to coast.“ Flegel, Surplus Corporate Real Estate, S. 53.

tar.⁶⁶⁹ In den USA sind erste Ansätze zur Entwicklung eines solchen Marktes von Überschussflächen eingeleitet worden. Hierfür haben sich zunächst die drei Unternehmen Bank of America, IBM und Prudential Insurance Company zum Corporate Real Estate Exchange (CREX) Consortium zusammengeschlossen, das nach einer ersten Aufnahmewelle 30, später bis zu 150 Unternehmen Non-Property-Unternehmen umfassen soll.⁶⁷⁰ Welche Vorteile ein Verbund von Non-Property-Unternehmen aufweisen kann und wie erfolgreich dieses Modell eines Überschuss-Flächenmarktes sein wird, bleibt abzuwarten.⁶⁷¹ Zumindest zeigt dieser Versuch sehr deutlich die Problematik inflexibler Immobilienbereitstellungsstrukturen auf, mit denen die teilnehmenden Unternehmen konfrontiert sind.

In Großbritannien behindert die dominante Position der institutionellen Investoren die Entwicklung eines serviceorientierten, kurzfristigen Immobilienangebots auf breiter Ebene. Vermieter sehen Immobilien hier überwiegend als reines Investitionsgut und zeigen wenig Bereitschaft, ihre Immobilienvermögen aktiv zu managen und Serviceleistungen anzubieten. Infolgedessen konnten Non-Property Companies insbesondere in diesem Markt ihren Bedarf für eine flexiblere Flächenbereitstellung noch nicht befriedigen.⁶⁷² Anbieter wie Land Securities bzw. Trillium, die sich vom klassischen Bestandshalter zu serviceorientierten Flächenanbietern wandeln, die neben der Immobilie auch die IT- und Kommunikationsinfrastruktur anbieten, erweitern jedoch das Flächenangebot.⁶⁷³ „Corporate Real Estate also is changing the commercial and industrial real estate industry, which is redefining itself to meet the new needs of the corporations it supports.“⁶⁷⁴

Mit der Professionalisierung und dem Wachstum des Immobiliensektors werden mehr Unternehmen sich für die Desinvestition betriebsnotwendiger Immobilien entscheiden.⁶⁷⁵ Dies wird nicht mehr in der Form rein finanzgetriebener, klassischer Sale-Leaseback-Transaktionen, sondern in einer flexiblen, an die Unternehmensstrategie angepassten Weise erfolgen.⁶⁷⁶ „Sophisticated landlords and lenders will have varied

⁶⁶⁹ Vgl. Nourse, 1990s, S. 1991.

⁶⁷⁰ Vgl. Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 234.

⁶⁷¹ Auch BECKER schlägt die Nutzung überschüssiger Flächen anderer Unternehmen oder gar Wettbewerber zur Deckung des eigenen Flächenbedarfs vor. Vgl. Becker/Sims, Managing Uncertainty, S. 70 und S. 72 f.

⁶⁷² Vgl. Gibson/Lizieri, Corporate Property Portfolio, S. 215.

⁶⁷³ Vgl. Whitmore, Revolution, ohne Seite.

⁶⁷⁴ Englert, Strategic Alignment, S. 3.

⁶⁷⁵ Vgl. Linneman, Coming Disposal, S. 7 und S. 10.

⁶⁷⁶ Vgl. Linneman, Coming Disposal, S. 7.

financial offerings to solve varying portfolio needs.“⁶⁷⁷ Im Rahmen einer Unternehmensbefragung durch CoreNet Global gaben 83 % der Befragten an, dass sie mit einer Entwicklung von Immobilieninvestment-Produkten rechnen, die die Flexibilität für Mieter erhöhen. 62 % der Befragten glauben, dass kreative Immobilienfinanzierungsmethoden und Eigentumsmodelle sich weiterentwickeln und zunehmen werden, wodurch die Akquisition und Verwertung von Flächen unternehmenswertsteigernd erfolgen kann.⁶⁷⁸

Mit der Evolution der Kapitalmärkte und der Entwicklung und zunehmenden praktischen Umsetzung von Verbriefungsinstrumenten und anderen Produkten wie Asset-Backed Securities (ABS) und Residual Value Insurances (RVI)⁶⁷⁹ kann eine effiziente Preisfindung für und Strukturierung von Sale-Leaseback-Transaktionen erfolgen, die die Kosten der Rückanmietung für desinvestierende Unternehmen tendenziell senken.⁶⁸⁰ Durch die erweiterten Möglichkeiten der kapitalmarktorientierten Fremdfinanzierung kann zudem der für die Finanzierung der Sale-Leaseback-Objekte notwendige Eigenkapitalanteil wesentlich gesenkt werden. Auch dies wirkt sich auf die Erlöse und Kosten der desinvestierenden Unternehmen positiv aus.⁶⁸¹

Die voraussichtliche Einführung von G-REITs könnte die Möglichkeiten erheblich erweitern, sofern keine Überregulierung stattfindet. In den USA gibt es bereits zahlreiche REITs, die sich auf die Akquisition von Sale-Leaseback-Immobilien spezialisiert haben,⁶⁸² insbesondere auch solche, die sich auf Sale-Leasebacks bestimmter Objekttypen bzw. Sektoren wie Autohäuser (Capital Automotive REITs), Unterhaltungsimmobilien (Entertainment Properties Trust), Vollzugsanstalten (Correctional Properties Trust) und Bankimmobilien (American Financial Realty Trust) spezialisiert haben.⁶⁸³ Die Einführung von REITs kann außerdem die Veräußerungserlöse positiv beeinflussen, da ein weiterer Exit-Kanal für die Desinvestition großer Bestände geschaffen wird, der den

⁶⁷⁷ Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 43.

⁶⁷⁸ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 22.

⁶⁷⁹ Die Residual Value Insurance erlaubt durch die Garantie eines Mindestrestwertes der betreffenden Objekte die Risikosegmentierung der durch die Bonität des Mieters besicherten Mietzahlungsströme und des von der Qualität der Immobilie und der Entwicklung des Immobilienmarktes abhängigen Restwertes der Immobilie. Vgl. Bryan, Sale-Leasebacks, S. 18; Wainwright, Divestment, S. 338.

⁶⁸⁰ Vgl. Bryan, Sale-Leasebacks, S. 18; Wainwright, Divestment, S. 337; Hanson, Shareholder Value's Black Hole, S. 35. Zur Asset Securitisation in Europa vgl. auch Richard, Sale and Leaseback Securitisation, S. 118.

⁶⁸¹ Vgl. Bryan, Sale-Leasebacks, S. 17 f.

⁶⁸² So bspw. der TriNet Corporate Realty Trust, Inc., der in langfristig betriebsnotwendige Immobilien mit Mietverträgen auf „triple-net“-Basis investiert. Vgl. Wolf, Sale/Leasebacks, S. 18.

⁶⁸³ Vgl. Allers, New Kind of REIT, S. 226; Allers, Big New Idea for Banks, S. 224 f.

Wettbewerb um große Immobilienportfolios um einen weiteren finanzstarken Investorenkreis mit unterschiedlichem Anlageverhalten erweitert.⁶⁸⁴ Bonitätsstarke Großunternehmen, die Bestände mittel- bis langfristig zurückmieten, müssten sich nicht mehr unbedingt mit Paketabschlägen bei der Veräußerung an opportunistische Investoren abfinden. Denn während in Europa Portfolioabschläge für große Transaktionen in Kauf genommen werden, kann in den USA laut LINNEMAN durch die Veräußerung eines großen, qualitativ hochwertigen Immobilienportfolios an einen strategischen Investor sogar eine Prämie erzielt werden, da dieser dadurch schnelles Wachstum und einhergehende Größenvorteile bei der Bewirtschaftung generieren kann.⁶⁸⁵

3.5 Wirkung von Immobilienbereitstellungsstrategien auf den Marktwert des Kapitals

3.5.1 Notwendigkeit der Berücksichtigung der Kapitalgeber

Die Vorteilhaftigkeit der verschiedenen Bereitstellungsalternativen ist von unterschiedlichen unternehmensinternen und -externen Faktoren abhängig. Ein reiner Wirtschaftlichkeitsvergleich, wie er oft zwischen Miete und Eigentum oder Eigentum und Leasing angeführt wird, greift zu kurz, da er die Eigenschaften der Bereitstellungsarten vernachlässigt. Zudem bleiben bei gängigen Wirtschaftlichkeitsrechnungen und Analysemethoden zur Entscheidung zwischen Eigentum, Leasing oder Miete die Eigenkapitalkosten des Unternehmens unberücksichtigt.⁶⁸⁶ Die optimale Bereitstellung von Unternehmensimmobilien muss sich in erster Linie nach den strategischen Erfordernissen des Unternehmens richten. Bei grundsätzlicher Indifferenz bzgl. der Bereitstellung, d.h. wenn die Immobilie aus strategischen Gründen nicht zwingend im Eigentum gehalten werden muss, sind die Präferenzen der Anteilseigner bzgl. der Verwendung des bereitgestellten Kapitals maßgeblich.

Der Einfluss von Immobilienbereitstellungsstrategien auf den Wert des Eigenkapitals sowie auch auf den Wert des Fremdkapitals ist Gegenstand verschiedener empirischer Untersuchungen. Grundsätzlich wurden zwei Arten von Studien durchgeführt, die den Einfluss des Immobilieneigentums auf Non-Property-Unternehmen erforschen. Zum einen wurde auf Basis von Ereignisstudien⁶⁸⁷ überprüft, ob die Ankündigung von Mone-

⁶⁸⁴ Denn der Sale-Leaseback-Markt folgt den gleichen ökonomischen Gesetzen wie jeder andere Markt: „[...] if enough investors desire to purchase properties, the returns they demand should decrease.“ Bryan, Sale-Leasebacks, S. 16.

⁶⁸⁵ Vgl. Linneman, Coming Disposal, S. 13 f.

⁶⁸⁶ Vgl. bspw. Ropeter-Ahlers/Vaaßen, Wirtschaftlichkeitsanalyse, S. 175-189.

⁶⁸⁷ Zur Methodik von Ereignisstudien vgl. Brown/Warner, Event Studies, S. 3-31 sowie Peterson, Event Studies, S. 36-66.

tarisierungstransaktionen eine abnormale Rendite im Sinne einer überproportionalen Veränderung der Aktienkurse im Verhältnis zum Gesamtmarkt hervorruft; teilweise wurde auch die Veränderung des Unternehmensrisikos sowie des Marktwertes des Fremdkapitals untersucht. Zum anderen wurde der Einfluss des Immobilieneigentums auf die Unternehmensperformance getestet. Die Studien werden im Folgenden zusammengefasst dargestellt und bzgl. ihrer Aussagekraft kritisch hinterfragt.⁶⁸⁸

3.5.2 Ereignisstudien zu Kapitalmarktreaktionen auf die Desinvestition von Unternehmensimmobilien

3.5.2.1 Aktienkursreaktionen auf die Desinvestition von Unternehmensimmobilien

3.5.2.1.1 Sale-Leaseback-Transaktionen

SLOVIN/SUSHKA/POLONCHEK untersuchen die Aktienkursreaktionen auf Sale-Leaseback-Ankündigungen im Zeitraum zwischen 1975 und 1986. Betrachtet werden 59 Sale-Leaseback-Ankündigungen für Immobilien von 50 Industrieunternehmen.⁶⁸⁹ Der durchschnittliche Transaktionswert⁶⁹⁰ liegt bei 102 Mio. US \$, das durchschnittliche Verhältnis zwischen dem Transaktionswert und dem aktuellen Marktwert des Eigenkapitals beträgt 22 % und induziert ein signifikantes Volumen.⁶⁹¹ Die Autoren stellen eine statistisch signifikante positive kumulierte abnormale Rendite von 0,85 % für den Tag vor und den Tag der Ankündigung selbst fest.⁶⁹² Derartige Transaktionen rufen folglich am Kapitalmarkt eine signifikante positive Resonanz hervor und können somit im Allgemeinen als den Unternehmenswert steigernd angesehen werden.⁶⁹³ Die Autoren führen diese positiven Marktreaktionen auf die Generierung von Steuervorteilen zurück. Diese Hypothese wird jedoch nicht bewiesen.

⁶⁸⁸ Zur generellen Aussagekraft von Ereignisstudien vgl. Fama, Efficient Capital Markets, S. 409 sowie Fama, Efficient Capital Markets: II, S. 1599-1602. „In short, in the only empirical work where the joint hypothesis is relatively unimportant, the evidence typically says that, with respect to firm-specific events, the adjustment of stock prices to new information is efficient.“ Fama, Efficient Capital Markets: II, S. 1602. „Using simple tools, this research documents interesting regularities in the response of stock prices to investment decisions, financing decisions, and changes in corporate control.“ Fama, Efficient Capital Markets: II, S. 1600.

⁶⁸⁹ Vgl. Slovin/Sushka/Polonchek, Sale-and-Leasebacks, S. 293 f. Die Autoren spezifizieren die betrachteten Transaktionen als „sale-and-leaseback of major office buildings or related structures in which the firm leases back the space involved“ Slovin/Sushka/Polonchek, Sale-and-Leasebacks, S. 290. Die betrachteten Unternehmen werden als „industrial (nonfinancial) corporations“ bezeichnet. Vgl. Slovin/Sushka/Polonchek, Sale-and-Leasebacks, S. 293.

⁶⁹⁰ Der Transaktionswert konnte für 44 der 59 angekündigten Transaktionen festgestellt werden, vgl. Slovin/Sushka/Polonchek, Sale-and-Leasebacks, S. 293.

⁶⁹¹ Vgl. Slovin/Sushka/Polonchek, Sale-and-Leasebacks, S. 293 f.

⁶⁹² Vgl. Slovin/Sushka/Polonchek, Sale-and-Leasebacks, S. 296.

⁶⁹³ Vgl. Slovin/Sushka/Polonchek, Sale-and-Leasebacks, S. 297.

Oft wird angeführt, dass Sale-Leaseback-Transaktionen durchgeführt werden, um einen Liquiditätsengpass des Unternehmens zu überbrücken oder einen Gewinneinbruch auszugleichen. Die Autoren führen an, dass – selbst wenn durch die Ankündigung eines Sale-Leasebacks diesbezüglich neue Informationen bekannt werden – die positiven Aspekte der Transaktion offenbar überwiegen.⁶⁹⁴ Zudem stellen die Autoren im Rahmen der Studie fest, dass die betrachteten Unternehmen sich nicht in einer finanziellen Schieflage befinden.⁶⁹⁵

Die Autoren gehen im Rahmen der Untersuchung nicht auf die Ausgestaltung der Leasingverträge ein, so dass keine anderen als steuerliche Vorteile wie beispielsweise der Risikotransfer in Betracht gezogen werden. Weiterhin bleibt der Kapitalbedarf der Unternehmen und deren Kerngeschäftstätigkeit und Reife des Unternehmens vollkommen unberücksichtigt.

RUTHERFORD untersucht ebenfalls im Rahmen einer Ereignisstudie 41 Sale-Leaseback-Transaktionen zwischen 1980 und 1987.⁶⁹⁶ Die durchschnittliche Vertragsbindung der untersuchten Transaktionen liegt bei siebzehn Jahren, wobei es sich bei den Immobilien um Bürogebäude, Einzelhandelsimmobilien, eine Logistikimmobilie sowie Krankenhäuser und Hotels handelt.⁶⁹⁷ Er ermittelt ebenfalls statistisch signifikante Überschussrenditen, insbesondere für das Intervall $[t-1, t]$. Auch diese Ereignisstudie erlaubt keinen eindeutigen Rückschluss auf die Ursache der positiven Kapitalmarktreaktion.

RUTHERFORD untersucht die Kapitalmarktreaktion auf Sale-Leaseback-Transaktionen ein zweites Mal.⁶⁹⁸ Hierfür wählt er 33 Sale-Leaseback-Transaktionen im Zeitraum zwischen 1980 und 1989 aus⁶⁹⁹ und kommt erneut zu dem Ergebnis, dass Ankündigungen von Sale-Leaseback-Transaktionen signifikante positive abnormale Renditen zur Folge haben.⁷⁰⁰ Die Ergebnisse im Einzelnen sind Tabelle 9 zu entnehmen. Die Vertragsbindung wurde von neun der untersuchten Unternehmen angegeben und beträgt durchschnittlich dreizehn Jahre mit einer Standardabweichung von 7,5 Jahren.⁷⁰¹ Der von vierzehn Unternehmen veröffentlichte Verkaufspreis liegt im Durchschnitt bei 4,1 % des

⁶⁹⁴ Vgl. Slovin/Sushka/Polonchek, Sale-and-Leasebacks, S. 297.

⁶⁹⁵ Vgl. Slovin/Sushka/Polonchek, Sale-and-Leasebacks, S. 296.

⁶⁹⁶ Vgl. Rutherford, Empirical Evidence, S. 524.

⁶⁹⁷ Vgl. Rutherford, Empirical Evidence, S. 524.

⁶⁹⁸ Im Rahmen dieser Studie hat RUTHERFORD auch die Kursreaktionen der entsprechenden Anleihen untersucht. Vgl. Abschnitt 3.5.2.2 Anleihekursreaktionen auf Sale-Leaseback-Transaktionen.

⁶⁹⁹ Vgl. Rutherford, Impact, S. 76.

⁷⁰⁰ Vgl. Rutherford, Impact, S. 78 f.

⁷⁰¹ Vgl. Rutherford, Impact, S. 76.

Anlagevermögens, so dass das Transaktionsvolumen dieser Stichproben als signifikant angesehen werden kann.⁷⁰² Die Einbeziehung der Anleihekurse erlaubt zudem erstmals den Rückschluss, dass die positiven Aktienkursreaktionen nicht auf eine Umverteilung der Vermögensposition zwischen Aktionären und Kreditgebern zurückzuführen sind.⁷⁰³

ALVAYAY/RUTHERFORD/SMITH untersuchen im Rahmen einer Ereignisstudie Sale-Leaseback-Transaktionen im Zeitraum 1982-1989, wobei die Zeiträume vor und nach Umsetzung der Steuerreform 1986 auch separat untersucht werden, um erneut die hauptsächliche Ursache der erwiesenen Vorteilhaftigkeit von Sale-Leaseback-Transaktionen für die Anteilseigner des veräußernden Unternehmens zu ergründen.

Die Stichprobe umfasst 45 Transaktionen, wovon 28 vor und während und die restlichen siebzehn nach 1986 durchgeführt wurden. Nur neun der Unternehmen haben Angaben über die Dauer der Vertragsbindung gemacht, die durchschnittlich bei zwölf Jahren liegt, jedoch bei einer Standardabweichung von 8,5 Jahren offenbar in einigen Fällen deutlich niedriger oder höher ist. Das von 32 der insgesamt 45 Unternehmen angegebene Transaktionsvolumen liegt im Durchschnitt bei 6,4 % des gesamten Anlagevermögens und bei 28,2 % des Marktwertes des Eigenkapitals, so dass die ausgewählten Sale-Leasebacks ausreichende Bedeutung aufweisen, um Kapitalmarktreaktionen hervorzurufen. Die Veräußerungen umfassen im Wesentlichen Bürogebäude und Einzelhandelsimmobilien, aber auch Krankenhäuser, Hotels und andere Immobilien.⁷⁰⁴

Die Autoren schließen aus den Ergebnissen, dass Sale-Leasebacks nach Umsetzung der Steuerreform – in Anbetracht der Abwesenheit statistisch signifikanter abnormaler Renditen nach 1986 – keine positive Kapitalmarktreaktion mehr hervorrufen.⁷⁰⁵ Somit liegt der Schluss nahe, dass die Kurssteigerungen vor 1987 auf der Ausnutzung von Steuervorteilen beruhten, was mit einer Umverteilung des Vermögens vom Staat zu den Anteilseignern des veräußernden Unternehmens gleichzusetzen ist.

ADAMS/CLARKE setzen sich mit Kapitalmarktreaktionen auf Ankündigungen von Sale-Leasebacks in Großbritannien auseinander. Sie untersuchen 26 Unternehmen, die zwischen 1980 und 1992 Sale-Leaseback-Transaktionen umgesetzt haben. Achtzehn der Unternehmen spezifizierten den Zweck der Durchführung, wobei Mehrfachnennungen vorkamen. Knapp die Hälfte der Unternehmen gab als Grund für die Veräußerung

⁷⁰² Vgl. Rutherford, Impact, S. 76.

⁷⁰³ Vgl. Rutherford, Impact, S. 80.

⁷⁰⁴ Vgl. Alvayay/Rutherford/Smith, Sale and Leaseback, S. 222.

⁷⁰⁵ Vgl. Alvayay/Rutherford/Smith, Sale and Leaseback, S. 231.

und Rückanmietung von Immobilien die Reduzierung von Fremdkapital an. Weitere 22 % gaben an, die Mittel für Expansionszwecke zu nutzen und ebenfalls 22 % nannten als Grund für die Durchführung die Erhöhung des Cashflows. Die restlichen 8 % wollten das freigesetzte Kapital für Investitionen in das Kerngeschäft nutzen.⁷⁰⁶

Im Vergleich zu den vorangegangenen US-amerikanischen Transaktionen ist die durchschnittliche Vertragsbindung in Großbritannien mit 27,5 Jahren wesentlich länger und bei einer Standardabweichung von lediglich 3,8 Jahren offenbar bei den meisten beobachteten Transaktionen langfristiger Natur.⁷⁰⁷

Die Autoren stellen fest, dass die Bekanntgabe einer Sale-Leaseback-Transaktion am Tag der Ankündigung eine statistisch signifikante negative Aktienkursreaktion aufweist; die durchschnittliche abnormale Rendite (AAR) beträgt -0,65 %.⁷⁰⁸ Auch die kumulierten abnormalen Renditen (CAR) sind für alle berechneten Intervalle negativ und weisen – wie Tabelle 9 zu entnehmen ist – eine hohe statistische Signifikanz auf.⁷⁰⁹ Die negative Kursreaktion wird auf negative Signale bzgl. der Liquidität des Unternehmens zurückgeführt.⁷¹⁰

EZZELL/VORA untersuchen Ankündigungen von Sale-Leaseback-Transaktionen und von Abschlüssen von Miet- bzw. Leasingverträgen. Die Untersuchung beruht auf 44 Ankündigungen von Sale-Leaseback-Transaktionen und 42 Bekanntmachungen von Anmietungen für den Zeitraum zwischen 1984 und 1991.⁷¹¹ 28 der 44 Sale-Leaseback-Ankündigungen betreffen Immobilien, während es sich in nur vierzehn der 42 Leasing-Ankündigungen um Grundstücke und Gebäude handelt. Das durchschnittliche Transaktionsvolumen der Sale-Leaseback-Transaktionen beträgt 103,8 Mio. US \$, wobei einige wenige, sehr großvolumige Transaktionen den Durchschnitt stark anheben; der Median liegt bei lediglich 35 Mio. US \$.⁷¹²

Die Reaktionen auf Ankündigungen von Sale-Leaseback-Transaktionen sind in der Regel positiv, während auf Ankündigungen von Anmietungen bzw. Leasing keine Reaktion erfolgt.⁷¹³ Am Tag vor der Ankündigung und am Tag der Ankündigung werden positive abnormale Renditen von 1,39 % bzw. 1,24 % gemessen. Dabei steigen die Ak-

⁷⁰⁶ Vgl. Adams/Clarke, Stock Market Reactions, S. 36.

⁷⁰⁷ Vgl. Adams/Clarke, Stock Market Reactions, S. 38.

⁷⁰⁸ Vgl. Adams/Clarke, Stock Market Reactions, S. 42.

⁷⁰⁹ Vgl. Adams/Clarke, Stock Market Reactions, S. 43.

⁷¹⁰ Vgl. Adams/Clarke, Stock Market Reactions, S. 43.

⁷¹¹ Vgl. Ezzell/Vora, Leasing versus Purchasing, S. 37.

⁷¹² Vgl. Ezzell/Vora, Leasing versus Purchasing, S. 37.

⁷¹³ Vgl. Ezzell/Vora, Leasing versus Purchasing, S. 35.

tienkurse am Tag vor der Ankündigung in 70,5 % der untersuchten Fälle und am Tag der Ankündigung in 63,6 % der Fälle.⁷¹⁴ Die kumulierte abnormale Rendite für das Intervall [-1; 0] beträgt 2,63 % und ist statistisch signifikant bei einem Signifikanzniveau von $\alpha = 0,01$.⁷¹⁵

Autor(en)	Untersuchungszeitraum	n	abnormale Rendite für das Intervall [t ₁ , t ₂] bzw. den Tag [t]	statistische Signifikanz
Slovin/Sushka/Polonchek (1990)	1975-1986	59	CAR = 2,92% [-60, -2] CAR = 0,85% [-1, 0]	keine Aussage über statistische Signifikanz statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$)
Rutherford (1990)	1980-1987	41	AAR = 0,88% [-1] AAR = 0,71% [0]	statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$) statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,10$)
			CAR = 4,30% [-30, 0] CAR = 1,54% [-2, 0] CAR = 1,59% [-1, 0]	statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$) statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$) statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,01$)
Rutherford (1992)	1980-1989	33	AAR = 0,95% [-1] AAR = -0,27% [0] AAR = 1,19% [1]	statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$) statistisch insignifikant statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$)
Alvayay/Rutherford/Smith (1995)	1982-1986	28	AAR = 0,70% [-1] AAR = 0,10% [0]	statistisch insignifikant statistisch insignifikant
			CAR = 3,10% [-30, 0] CAR = 0,80% [-1, 0] CAR = 0,80% [1, 5]	statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$) statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,025$) statistisch insignifikant
	1987-1989	17	AAR = -0,60% [-1] AAR = 0,30% [0]	statistisch insignifikant statistisch insignifikant
			CAR = -2,50% [-30, 0] CAR = -0,30% [-1, 0] CAR = -0,10% [1, 5]	statistisch insignifikant statistisch insignifikant statistisch insignifikant
Adams/Clarke (1996)	1980-1992	26	AAR = -0,39% [-2] AAR = -0,18% [-1] AAR = -0,65% [0] AAR = -0,73% [1] AAR = -0,58% [2]	statistisch insignifikant statistisch insignifikant statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$) statistisch insignifikant statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$)
			CAR = -1,37% [0, 1] CAR = -1,94% [0, 2] CAR = -2,59% [0, 5] CAR = -2,53% [-2, 2]	statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$) statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,01$) statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,01$) statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,01$)
Ezzell/Vora (2001)	1984-1991	44	AAR = 1,39% [-1] AAR = 1,24% [0]	statistisch signifikant (bei $p = 0,034$) statistisch insignifikant (bei $p = 0,051$)
			CAR = -3,58% [-60, -2] CAR = 2,63% [-1, 0] CAR = 2,01% [1, 10]	statistisch insignifikant (bei $p = 0,084$) statistisch signifikant (bei $p = 0,000$) statistisch insignifikant (bei $p = 0,056$)

Eigene Darstellung auf Basis der Ergebnisse der aufgeführten Studien.

Tabelle 9: Übersicht über Ereignisstudien zu Ankündigungen von Sale-Leaseback-Transaktionen

Die Autoren untersuchen auf Basis linearer Mehrfachregressionen als mögliche Ursachen der positiven Aktienkursreaktionen Steuervorteile und Kosten der externen Un-

⁷¹⁴ Vgl. Ezzell/Vora, Leasing versus Purchasing, S. 38.

⁷¹⁵ Vgl. Ezzell/Vora, Leasing versus Purchasing, S. 39.

ternehmensfinanzierung, genauer Insolvenzrisiken, adverse Selektion und Hackordnung der Finanzierungsalternativen sowie Moral Hazard-Probleme hinsichtlich des Leasingobjekts. Diese Untersuchungen bestätigen die Steuerspar-Hypothese. Weiterhin reagieren die Aktienkurse bei steigender Informationsasymmetrie zunehmend positiv, so dass belegt werden kann, dass das Problem der adversen Selektion mit einer Finanzierung neuer Investitionen durch Anmietung bzw. Sale-Leasebacks gemindert werden kann. Zudem reagiert der Aktienmarkt auf Sale-Leaseback-Ankündigungen umso positiver, je geringer die Zinsdeckungsquote des desinvestierenden Unternehmens ist.⁷¹⁶

DEVANEY/LIZIERI untersuchen ebenfalls Aktienkursreaktionen auf Ankündigungen bzw. Durchführungen von Sale-Leaseback-Transaktionen in Großbritannien. Im Rahmen dieser aktuellen Studie aus dem Jahr 2004 werden im Unterschied zu oben genannten Studien acht Unternehmen separat untersucht. Diese Vorgehensweise erlaubt eine differenziertere Untersuchung, die die Mittelverwendung sowie die Eigenschaften des Leasebacks berücksichtigt. Abbey National und British Telecom haben sowohl das Eigentum an Immobilien als auch immobilienbezogene Dienstleistungen outgesourct. Marks & Spencer und Sainsbury's haben strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen umgesetzt, und Shell hat eine Sale-Leaseback-Transaktion mit langfristigem Finanzierungscharakter durchgeführt. Für Abbey National weisen die Autoren eine positive kumulierte abnormale Rendite nach; das Ergebnis ist in Bezug auf den Gesamtmarkt statistisch signifikant, bezüglich des Bankensektors jedoch weniger deutlich.⁷¹⁷ Die Kapitalmarktreaktion auf die Property-Outsourcing-Transaktion von British Telecom ist kaum messbar, da sie sehr zeitnah mit mehreren anderen Ereignissen auftrat. Zudem ist der Zeitraum zwischen den ersten Gerüchten über und dem Zeitpunkt der Ankündigung bzw. des Abschlusses der Transaktion sehr lang, so dass das Ereignisfenster für eine Messung zu groß ist. So können die Autoren nur widersprüchliche Ergebnisse ableiten, die sich kumuliert betrachtet egalisieren.⁷¹⁸ Weder für die erste noch für die zweite von Marks & Spencer durchgeführte Sale-Leaseback-Transaktion können die Autoren Kapitalmarktreaktionen messen.⁷¹⁹ Beide Transaktionen des Einzelhandelsunternehmens Sainsbury's, die eine vergleichbare Struktur aufweisen, haben jedoch statistisch signifikante abnormale Renditen hervorgerufen. Während die Kapitalmarktreaktion auf die erste Transaktion eindeutig negativ war, rief die zweite Veräußerung signi-

⁷¹⁶ Vgl. Ezzell/Vora, Leasing versus Purchasing, S. 44 f.

⁷¹⁷ Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 126 f.

⁷¹⁸ Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 127.

⁷¹⁹ Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 128.

fikante positive abnormale Renditen hervor.⁷²⁰ Angesichts der Gleichartigkeit der Transaktionen ist die Unterschiedlichkeit der Kapitalmarktreaktionen auffällig; über die Ursachen können die Autoren nur Spekulationen anstellen.⁷²¹ Die klassische Sale-Leaseback-Transaktion von Shell Trading umfasste 180 Tankstellen. Das Leasinggeschäft wurde privat abgewickelt und kaum öffentlich behandelt, so dass die nachgewiesene leicht negative kumulierte abnormale Rendite nicht als bedeutsam gewertet werden kann.⁷²² Die sehr unterschiedlichen Ergebnisse der Untersuchungen der beiden Autoren lassen darauf schließen, dass die von Sale-Leaseback-Transaktionen hervorgerufenen Kapitalmarktreaktionen sehr stark von der Mittelverwendung, der Natur der Transaktion, d.h. der vertraglichen Gestaltung sowie von dem Effekt auf die Kapitalstruktur des Unternehmens abhängen und folglich keine pauschale Aussage über die Vorteilhaftigkeit von Sale-Leaseback-Transaktionen getroffen werden kann.

3.5.2.1.2 Sell-off von Immobilien

OWERS/ROGERS können im Rahmen einer 1986 veröffentlichten Ereignisstudie statistisch signifikante positive abnormale Renditen als Reaktion auf die Ankündigung der Desinvestition von Unternehmensimmobilien nachweisen. Die Analyse umfasst 55 Sell-Off-Transaktionen zwischen 1968 und 1981. Sie weist für das Intervall vom Vortag bis zum Tag der Ankündigung [-1; 0] eine statistisch signifikante abnormale Rendite von 0,7 % auf. Für die Intervalle [-5; 0] und [-50; 0] werden ebenfalls positive abnormale Renditen von 1,4 % respektive 2,7 % nachgewiesen.⁷²³ Bezüglich der Ursache des generell zu beobachtenden Anstiegs der Aktienkurse können die Autoren keine Aussage treffen.⁷²⁴

Das Ergebnis der Ereignisstudie von GLASCOCK/DAVIDSON/SIRMANS aus dem Jahr 1989, in der Immobilienakquisitionen und -dispositionen im Zeitraum von 1981 bis 1986 untersucht werden, stützt die Hypothese, dass immobilienveräußernde Unternehmen positive abnormale Renditen erzielen, nach Aussage der Autoren schwach.⁷²⁵ Für die zwei Tage vor der Ankündigung, den Tag der Ankündigung selbst sowie die darauf folgenden zwei Tage können lediglich statistisch insignifikante abnormale Renditen ermittelt werden, die nur unwesentlich von Null abweichen.⁷²⁶ Lediglich für ein relativ großes Zeitintervall für die fünf Tage vor der Ankündigung kann eine statistisch signifikante

⁷²⁰ Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 128 f.

⁷²¹ Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 129.

⁷²² Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 129 f.

⁷²³ Vgl. Owers/Rogers, Sell-Off, S. 32.

⁷²⁴ Vgl. Owers/Rogers, Sell-Off, S. 32 f.

⁷²⁵ Vgl. Glascock/Davidson/Sirmans, Disposition of Real Estate Assets, S. 138.

⁷²⁶ Vgl. Glascock/Davidson/Sirmans, Disposition of Real Estate Assets, S. 135 f.

Überrendite von 3,41 % ermittelt werden, die jedoch stark von der Renditeschwankung einer einzigen Aktie beeinflusst wird, so dass bzgl. der angeführten statistischen Signifikanz Zweifel angebracht sind. Die mangelnde Aussagefähigkeit der Ergebnisse ist auf den geringen Umfang der Stichprobe, die nur neun Desinvestitionsfälle umfasst, sowie möglicherweise auf eine geringe Signifikanz der ausgewählten Transaktionen zurückzuführen⁷²⁷. Insgesamt ist das Ergebnis der Studie den Ausführungen zufolge als nicht aussagekräftig zu werten.

Eine weitere Studie der Autoren GLASCOCK/DAVIDSON/SIRMANS von 1991 widmet sich ebenfalls der Untersuchung der Wirkung der Veräußerung von Immobilien und Immobilien-Geschäftseinheiten auf den Aktienkurs der veräußernden Unternehmen.⁷²⁸ Dabei werden 51 Veräußerungstransaktionen aus den Jahren 1971 bis 1986 berücksichtigt. Die Autoren stellen fest, dass die Aktienkurse der veräußernden Unternehmen in der Regel eine positive abnormale Rendite aufweisen, wobei die direkte Veräußerung von Immobilien im Gegensatz zur Veräußerung von Immobilienabteilungen für das Intervall $[-1; 1]$ eine statistisch signifikante positive Resonanz aufweist.⁷²⁹

Im Einzelnen werden folgende abnormale Renditen ermittelt: Während für den Tag der Ankündigung selbst keine Aktienkursreaktion festgestellt werden kann, ergibt sich aus der Untersuchung eine statistisch signifikante Überschussrendite von 1,23 % am Tag vor der Ankündigung.⁷³⁰ Dies ist höchstwahrscheinlich darauf zurückzuführen, dass der Ereignistag durch die Autoren nicht präzise bestimmt werden konnte, da die Bekanntgabe durch Nachrichtenagenturen erst ab 1979 erfolgt ist, so dass die Transaktionen eines Teils der untersuchten Unternehmen bereits vor dem festgelegten „Event Day“ bekannt wurden.⁷³¹ Infolgedessen können die Ergebnisse trotz der scheinbar vorzeitigen Aktienkursreaktion als valide angesehen werden.

Um genauere Ergebnisse abzuleiten, wurde zunächst eine Teilstichprobe derjenigen Unternehmen ermittelt, für die nach 1979 Informationen durch Nachrichtenagenturen bereitgestellt wurden. Diese Teilstichprobe von 35 Unternehmen weist zwar am Tag

⁷²⁷ Vgl. Glascock/Davidson/Sirmans, *Disposition of Real Estate Assets*, S. 132 sowie Myer/He/Webb, *Sell-Offs*, S. 497.

⁷²⁸ Vgl. Glascock/Davidson/Sirmans, *Gains from Corporate Selloffs*, S. 571. Offenbar findet bei dieser Untersuchung keine Trennung zwischen betriebsneutralen und betriebsnotwendigen Immobilien statt, da die Autoren mehrfach mit Untersuchungsergebnissen von SLOVIN/SUSHKA/POLONCHEK argumentieren, die Aktienkursreaktionen auf die Ankündigung von Sale-Leaseback-Transaktionen untersucht haben. Vgl. Abschnitt 3.5.2.1.1 Sale-Leaseback-Transaktionen.

⁷²⁹ Vgl. Glascock/Davidson/Sirmans, *Gains from Corporate Selloffs*, S. 575 f.

⁷³⁰ Vgl. Glascock/Davidson/Sirmans, *Gains from Corporate Selloffs*, S. 575.

⁷³¹ Vgl. Glascock/Davidson/Sirmans, *Gains from Corporate Selloffs*, S. 574.

der Ankündigung ebenfalls keine statistisch signifikanten Überschussrenditen auf, für das Intervall von zwei Tage vor der Bekanntgabe bis zum Tag der Bekanntgabe kann aber eine statistisch signifikante positive abnormale Rendite von 1,5 % nachgewiesen werden. Die Untersuchung einer Untermenge dieser Teilstichprobe für die Jahre nach 1979 mit einem Umfang von sechzehn Transaktionen ergibt eine statistisch signifikante Überschussrendite von 1,35 % am Tag der Ankündigung.⁷³²

Autor(en)	Unter-suchungs-zeitraum	n	abnormale Rendite (für das Intervall $[t_1, t_2]$ bzw. den Tag $[t]$)	statistische Signifikanz
Owers/Rogers (1986)	1968-1981	55	AAR = 0,50% [-1] AAR = 0,30% [0] AAR = 1,00% [1]	keine Aussage über statistische Signifikanz keine Aussage über statistische Signifikanz keine Aussage über statistische Signifikanz
			CAR = 0,70% [-1, 0] CAR = 1,40% [-5, 0] CAR = 2,70% [-50, 0] CAR = 1,10% [1; 5]	statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$) statistisch insignifikant statistisch insignifikant statistisch insignifikant
Glascok/Davidson/ Sirmans (1989)	1981-1986	9	Insgesamt keine aussagekräftigen Ergebnisse	mangelnde Aussagekraft aufgrund geringer Anzahl an untersuchten veräußernden Unternehmen und/oder aufgrund mangelnder Signifikanz der Transaktionen
Glascok/Davidson/ Sirmans (1991)	1971-1986	51	AAR = 1,23% [-1] AAR = -0,28% [0]	statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,01$) statistisch insignifikant
		35	Teilstichprobe: Transaktionen mit eindeutigen „Event Day“ sowie frei von anderen Störfaktoren (evtl. von Nachrichtenagentur bekannt gegebene Störfaktoren bleiben unberücksichtigt)	
			CAR = 1,50% [-2, 0]	statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$)
		31	Teilstichprobe: Veräußerung von Immobilien-Assets ohne Berücksichtigung der Veräußerung von Immobilien-Geschäftseinheiten	
			AAR = 0,20% [0]	statistisch insignifikant
			CAR = 0,38% [-1, 1]	statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$)
Myer/He/Webb (1992)	1964-1990	48	AAR = 0,87% [-1] AAR = 0,59% [0]	statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$) statistisch signifikant
			CAR = 1,46% [-1, 0]	statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,01$)

Eigene Darstellung auf Basis der Ergebnisse der aufgeführten Studien.

Tabelle 10: Übersicht über Ereignisstudien zu Ankündigungen von Sell-offs

MYER/HE/WEBB belegen im Rahmen einer 1992 veröffentlichten Ereignisstudie von 48 Sell-offs von Immobilien-Assets, die in den Jahren 1964 bis 1990 durchgeführt wurden, ebenfalls eine signifikant positive Aktienkursreaktion auf die Ankündigung der Veräuße-

⁷³² Vgl. Glascok/Davidson/Sirmans, Gains from Corporate Selloffs, S. 575.

lung von Immobilien.⁷³³ Die Ergebnisse dieser Studie sind – angesichts des größeren Zeitraums der Untersuchung und einer restriktiveren Auswahl zu untersuchender Transaktionen – aussagekräftiger als die vorangegangener Studien.

Die Steigerungen der Aktienkurse veräußernder Unternehmen durch Sell-offs hat nach Meinung der Autoren im Wesentlichen eine Ursache. Danach resultieren sie aus der Offenlegung zuvor unbekannter Informationen über den tatsächlichen Wert des veräußerten Immobilienvermögens, d.h. es findet eine Signalling bei Vorhandensein asymmetrischer Information statt.⁷³⁴ Hierbei können möglicher Weise auch Rückschlüsse auf das im Eigentum des Unternehmens verbleibende Immobilienvermögen gezogen werden, die eine positive Kapitalmarktreaktion hervorrufen.

Die positiven Aktienkursreaktionen überwiegen bei sämtlichen vorgestellten Ereignisstudien. Tabelle 10 gibt eine Übersicht über die Ergebnisse.

3.5.2.1.3 Spin-off von Immobilienabteilungen

HITE/OWERS/ROGERS untersuchen die Wirkung von Spin-offs als Möglichkeit zur Trennung immobilienbezogener Tätigkeiten auf den Aktienkurs.⁷³⁵ Dabei werden sowohl Property als auch Non-Property Companies in die Untersuchung einbezogen.⁷³⁶ Von Interesse ist im Rahmen dieser Arbeit letztere Gruppe, die gesondert untersucht wird. Die Ereignisstudie berücksichtigt dabei zwanzig Non-Property Companies, die zwischen Juli 1962 und Dezember 1982 im Wege des Spin-offs Immobilienabteilungen abgespalten haben.⁷³⁷ Sie stellen fest, dass diese Unternehmen im Durchschnitt am Tag vor der Ankündigung und am Tag der Ankündigung eine kumulative abnormale Rendite (CAR) von 9,1 % erreicht haben. Sieben dieser Firmen haben sogar kumulative abnormale Renditen von mehr als 10 % erfahren.⁷³⁸ Die Autoren begründen die in der Regel positive Kapitalmarktreaktion mit der Spezifität von Immobilien, die nach besonderer Managementkompetenz und Finanzierung verlangt.⁷³⁹ Dies ist auch konsistent mit den Untersuchungsergebnissen, dass Spin-offs durch Non-Property Compa-

⁷³³ Vgl. Myer/He/Webb, Sell-Offs, S. 495.

⁷³⁴ Vgl. Myer/He/Webb, Sell-Offs, S. 488.

⁷³⁵ Vgl. Hite/Owers/Rogers, Spin-Off, S. 318.

⁷³⁶ Vgl. Hite/Owers/Rogers, Spin-Off, S. 318.

⁷³⁷ Vgl. Hite/Owers/Rogers, Spin-Off, S. 321. Insgesamt werden 33 Transaktionen untersucht, die jedoch 13 Spin-offs durch Property Companies enthalten und daher im Rahmen dieser Arbeit nicht dargestellt werden. Vgl. Hite/Owers/Rogers, Spin-Off, S. 321.

⁷³⁸ Vgl. Hite/Owers/Rogers, Spin-Off, S. 326.

⁷³⁹ Vgl. Hite/Owers/Rogers, Spin-Off, S. 328.

nies deutlich höhere abnormale Renditen aufweisen als solche durch Property Companies.⁷⁴⁰

Eine weitere Studie von BALL/RUTHERFORD/SHAW widmet sich ebenfalls der Kapitalmarktreaktion von Immobilien-Spin-offs. Die Untersuchung beruht auf den Daten von 39 Transaktionen im Zeitraum zwischen 1968 und 1990. Die durchschnittliche Größe der abgespaltenen Immobilien-Geschäftseinheit liegt bei 23,8 % des Wertes des Mutterunternehmens.⁷⁴¹ Die für die Stichprobe ermittelte durchschnittliche abnormale Rendite (AAR) ist sowohl für den Tag vor der offiziellen Ankündigung als auch für den Tag der Ankündigung positiv und statistisch signifikant. Die kumulierte abnormale Rendite für das Intervall $[t-1, t]$ beträgt 3,2 % und ist ebenfalls statistisch signifikant.⁷⁴² Weiterhin untersuchen die Autoren unter anderem den Einfluss der Kerngeschäftstätigkeit auf die Kapitalmarktreaktion und kommen zu dem Ergebnis, dass weder die Kerngeschäftstätigkeit noch das Risiko der Kerngeschäftstätigkeit einen Einfluss auf die Richtung oder das Ausmaß der Kapitalmarktreaktion haben.⁷⁴³ Auch der Grund für den Spin-Off hat laut den Ergebnissen der Untersuchung keinen Einfluss auf die Resonanz der Anleger.⁷⁴⁴

Die Ergebnisse der Ereignisstudien über Spin-offs werden in Tabelle 11 zusammenfassend dargestellt.

Autor(en)	Untersuchungszeitraum	n	abnormale Rendite (für das Intervall $[t_1, t_2]$ bzw. den Tag $[t]$)	statistische Signifikanz
Hite/Owers/ Rogers (1984)	1962-1982	20	Teilstichprobe „Non-Property Companies“	
			CAR = 9,10% $[-1, 0]$	keine eine Aussage über statistische Signifikanz
			AAR = 0,70% $[-1]$ AAR = 0,10% $[0]$	statistisch insignifikant statistisch insignifikant
Ball/ Rutherford/ Shaw (1993)	1968-1990	39	AAR = 3,10% $[-1]$ AAR = 4,55% $[0]$	statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$) statistisch signifikant (bei Signifikanzniveau von $\alpha = 0,05$)
			CAR = 3,20% $[-1, 0]$	keine Aussage über statistische Signifikanz

Eigene Darstellung auf Basis der Ergebnisse der aufgeführten Studien.

Tabelle 11: Übersicht über Ereignisstudien zu Ankündigungen von Spin-offs

⁷⁴⁰ Property Companies weisen laut der Untersuchung beim Spin-Off einer Immobilien-Geschäftseinheit lediglich eine kumulierte abnormale Rendite von 0,3 % auf. Vgl. Hite/Owers/Rogers, Spin-Off, S. 326.

⁷⁴¹ Vgl. Ball/Rutherford/Shaw, Real Estate Spin-Offs, S. 601.

⁷⁴² Vgl. Ball/Rutherford/Shaw, Real Estate Spin-Offs, S. 602.

⁷⁴³ Vgl. Ball/Rutherford/Shaw, Real Estate Spin-Offs, S. 604.

⁷⁴⁴ Vgl. Ball/Rutherford/Shaw, Real Estate Spin-Offs, S. 604.

3.5.2.2 Anleihekursreaktionen auf Sale-Leaseback-Transaktionen

Viele Autoren argumentieren, dass die Vorteilhaftigkeit von Sale-Leaseback-Transaktionen aus einer Umverteilung des Vermögens von Aktionären und Fremdkapitalgebern zuungunsten letzterer resultiert.⁷⁴⁵ Die im Folgenden dargestellten Studien untersuchen die Wirkung von Sale-Leaseback-Transaktionen auf den Marktwert des Fremdkapitals im Rahmen von Ereignisstudien.

RUTHERFORD weist nach, dass mit der Durchführung von Sale-Leaseback-Transaktionen keine negativen Effekte auf die Kurse von Anleihen verbunden sind. Die Untersuchung umfasst 33 Sale-Leaseback-Transaktionen, die zwischen 1980 und 1989 durchgeführt wurden. Dabei handelt es sich bei 21 Transaktionen um Sale-Leasebacks von Immobilien, bei weiteren sieben Transaktionen um Kraftwerke und bei den restlichen fünf Sale-Leaseback-Transaktionen um Flugzeuge und Satelliten.⁷⁴⁶

Bei Ankündigung dieser Sale-Leaseback-Transaktion werden keine signifikanten abnormalen Renditen festgestellt, so dass bewiesen wird, dass mit der Veräußerung und Rückanmietung von Immobilien keine negativen Effekte auf Fremdkapitalgeber einhergehen.⁷⁴⁷ Dies ist wahrscheinlich darauf zurückzuführen, dass Obligationäre sich vertraglich zusichern lassen, dass die Veräußerungserlöse nicht ausgeschüttet oder für den Rückkauf von Aktien verwendet werden dürfen.⁷⁴⁸

Auch DEVANEY/LIZIERI untersuchen das Verhalten der Kurse von Unternehmensanleihen bei Ankündigungen von Sale-Leaseback-Transaktionen, wobei sie – wie oben bereits erläutert – separate Transaktionen differenziert untersuchen. Die Autoren stellen lediglich bei einer der fünf untersuchten Transaktionen negative abnormale Renditen von Obligationen fest, wobei der entsprechende Anleihekurs sich nach Meinung der Autoren im Verhältnis zum Gesamtmarkt ungewöhnlich verhält und das Ergebnis somit nicht überzuinterpretieren ist.⁷⁴⁹ Die Anleihen von Abbey National und British Telecom weisen sogar eine statistisch signifikante positive abnormale Rendite auf⁷⁵⁰, während die Anleihekurse von Marks & Spencer und Sainsbury's keine Reaktion auf die Sale-

⁷⁴⁵ „As it happens, the market value of the bonds involved can only decline as a result of the sale-leaseback.“ Kim/Lewellen/McConnell, *Sale-and-Leaseback*, S. 875. Dieses Argument führt auch RUTHERFORD an. Vgl. Rutherford, *Empirical Evidence*, S. 523.

⁷⁴⁶ Vgl. Rutherford, *Impact*, S. 76. Neun Unternehmen haben den Zeitraum der Rückanmietung mit durchschnittlich 13 Jahren angegeben. Vgl. Rutherford, *Impact*, S. 76.

⁷⁴⁷ Vgl. Rutherford, *Impact*, S. 77.

⁷⁴⁸ Vgl. Rutherford, *Impact*, S. 77.

⁷⁴⁹ Vgl. Devaney/Lizieri, *Capital Market Impacts*, S. 129 f.

⁷⁵⁰ Vgl. Devaney/Lizieri, *Capital Market Impacts*, S. 128.

Leaseback-Ankündigungen zeigen.⁷⁵¹ Die Autoren begründen diese Kapitalmarktreaktionen damit, dass die Gläubiger eine Stabilisierung der Cashflows erwarten, die die negativen Effekte des Wegfalls von Sicherheiten und der zusätzlichen Verschuldung überkompensieren.⁷⁵² Zudem kann durch die Kapitalfreisetzung die Liquidität des Unternehmens erhöht werden, wodurch zumindest das kurzfristige Verzugs- und Ausfallrisiko sinkt.⁷⁵³

3.5.2.3 Risikowirkung von Desinvestitionen

CHRISTENSEN/LEVI gehen im Rahmen ihrer Untersuchung⁷⁵⁴ den Ursachen der Veränderung der Aktienkurse infolge der Ankündigung von Immobilienveräußerungen auf den Grund.⁷⁵⁵ Um die Veränderung des Unternehmensrisikos zu untersuchen, wird die Stabilität der Beta-Werte bis drei Jahre vor und zwei Jahre nach der Transaktion getestet.⁷⁵⁶ Dabei können die Autoren für Veräußerer von Immobilien für keinen der untersuchten Zeiträume eine Veränderung des Unternehmensrisikos feststellen.⁷⁵⁷ Die häufig zu beobachtende Kurssteigerung infolge der Ankündigung der Veräußerung von Unternehmensimmobilien ist demnach keine Folge eines verringerten Investitionsrisikos seitens der Anleger.⁷⁵⁸

DEVANEY/LIZIERI betrachten im Rahmen ihrer Untersuchung der Aktien- und Anleihekursreaktionen auf die Ankündigung von Sale-Leaseback-Transaktionen auch die Entwicklung des Unternehmens-Betas der entsprechenden Unternehmen für einen Zeitraum von fünf Wochen nach Ankündigung der Transaktion.⁷⁵⁹ Im Falle von Abbey National kann keine Auswirkung auf die Volatilität des Aktienkurses und somit auf das Unternehmens-Beta nachgewiesen werden.⁷⁶⁰ Im Anschluss an die strukturierte Sale-Leaseback-Transaktion der British Telecom stellen die Autoren jedoch eine deutliche

⁷⁵¹ Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 128 f.

⁷⁵² Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 127 und S. 131.

⁷⁵³ Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 128.

⁷⁵⁴ Es handelt sich hier nicht um eine Ereignisstudie im engeren Sinne, da der Betrachtungszeitraum wesentlich über einige Tage oder Wochen hinausreicht. Vgl. Christensen/Levi, Restructurings, S. 594.

⁷⁵⁵ Dabei werden sowohl Veräußerungen von Immobilien-Assets als auch Veräußerungen von Immobilien-Geschäftseinheiten einbezogen. Vgl. Christensen/Levi, Restructurings, S. 581. Die Autoren machen keine Angaben zur Geschäftstätigkeit der veräußernden Unternehmen. Es ist zwar unwahrscheinlich, dass es sich dabei überwiegend um Property Companies handelt; eine separate Untersuchung von Non-Property und Property Companies wäre jedoch wesentlich aussagekräftiger für diese Arbeit.

⁷⁵⁶ Vgl. Christensen/Levi, Restructurings, S. 581.

⁷⁵⁷ Vgl. Christensen/Levi, Restructurings, S. 583.

⁷⁵⁸ Vgl. Christensen/Levi, Restructurings, S. 584.

⁷⁵⁹ Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 125.

⁷⁶⁰ Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 126.

statistisch signifikante Verminderung des Unternehmens-Betas sowohl im Vergleich zum Gesamtmarkt als auch im Verhältnis zum Telekommunikationssektor fest.⁷⁶¹ Das Beta des Unternehmens Sainsbury's dagegen weist im Anschluss an die erste Sale-Leaseback-Transaktion eine leichte, jedoch statistisch insignifikante Steigerung auf.⁷⁶²

ELY zeigt in einer Untersuchung von 212 Unternehmen über den Zeitraum von 1978-1987 auf, dass auch Mietverträge, die nicht bilanziert werden, bei der Beurteilung des Risikos einer Unternehmensbeteiligung berücksichtigt werden. Somit kann die Autorin die Hypothese stützen, dass auch Operating Leases Einfluss auf die Bewertung eines Unternehmens haben.⁷⁶³ Infolgedessen spielen nicht nur das Eigentum, sondern sämtliche Verfügungsrechte an Immobilien eine Rolle bei der Bewertung eines Unternehmens.

3.5.2.4 Aktienkursreaktionen auf die Bereitstellung von Unternehmensimmobilien durch Anmietung bzw. Leasing

ALLEN/RUTHERFORD/SPRINGER führen eine Ereignisstudie durch, um die Reaktion des Aktienmarktes auf die Ankündigung der Anmietung/des Leasings von Unternehmensimmobilien zu überprüfen. Im Rahmen dieser Studie werden 67 Transaktionen von 58 Unternehmen im Zeitraum von 1979 bis 1991 berücksichtigt.⁷⁶⁴

Die Autoren stellen eine statistisch signifikante positive abnormale Rendite von 0,85 % am Tag der Ankündigung fest, während die Periode bis zehn Tage vor der Ankündigung [-10;-1] keine signifikant von Null abweichende abnormale Rendite aufweist, so dass davon ausgegangen werden kann, dass vor der Ankündigung keine Informationen über das Ereignis an die Öffentlichkeit gelangt sind.⁷⁶⁵ Auch für das Intervall [-1; 0] weisen die Autoren eine kumulierte abnormale Rendite von 0,84 % nach.⁷⁶⁶

Die Hypothese, dass die Anmietung gegenüber der Bereitstellung durch Eigentum für die Anteilseigner des Unternehmens vorteilhaft ist, kann nicht einwandfrei bestätigt werden, da kein Vergleich zu einer Bereitstellung durch Eigentum stattfindet.⁷⁶⁷ Der Test bezüglich der unterschiedlichen Besteuerung von Immobiliennutzer und Immobilieneigentümer deutet jedoch darauf hin, dass die positive Kapitalmarktreaktion auf Steuervorteile der Bereitstellung durch Anmietung zurückzuführen sein könnte, da für

⁷⁶¹ Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 128.

⁷⁶² Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 129.

⁷⁶³ Vgl. Ely, Equity Risk, S. 401 und S. 412.

⁷⁶⁴ Vgl. Allen/Rutherford/Springer, Wealth Effects, S. 571.

⁷⁶⁵ Vgl. Allen/Rutherford/Springer, Wealth Effects, S. 572.

⁷⁶⁶ Vgl. Allen/Rutherford/Springer, Wealth Effects, S. 573.

⁷⁶⁷ Vgl. Allen/Rutherford/Springer, Wealth Effects, S. 572.

die Teilstichprobe nach Änderung der steuerlichen Rahmenbedingungen lediglich eine statistisch insignifikante positive abnormale Rendite nachgewiesen wird.⁷⁶⁸ Somit scheint die positive Aktienkursreaktion mit Effizienzvorteilen seitens des spezialisierten Immobilieninvestors – in diesem Fall steuerlicher Natur – einher zu gehen.

Generell können jedoch auch allgemeine Erwartungen ursächlich für die positive Reaktion des Aktienmarktes sein, da die Bereitstellung zusätzlicher Flächen eine Expansion des Unternehmens signalisiert bzw. Erwartungen hinsichtlich einer bereits angekündigten Expansion bestätigt.⁷⁶⁹

Die Autoren testen die Entwicklung der Beta-Werte nach Ankündigung der Anmietung von Immobilien und können keine Veränderung feststellen.⁷⁷⁰ Somit scheint mit der Anmietung keine merkliche Steigerung der Risiken für die Aktionäre einherzugehen.

3.5.2.5 Zur Aussagekraft der vorliegenden Ereignisstudien

Die Aussagekraft von Ereignisstudien in Bezug auf die Sinnhaftigkeit von Immobilien-desinvestitionen ist aus mehreren Gründen eingeschränkt.⁷⁷¹ Erstens bewerten die Kapitalmarktakeure nicht nur die Transaktion an sich, sondern insbesondere die dadurch implizierten Informationen über die Situation des desinvestierenden Unternehmens.⁷⁷² Ebenfalls wesentlich für die Reaktion der Kapitalmarktakeure ist die beabsichtigte Verwendung der freigesetzten Mittel. In vielen Fällen wird die Motivation für die Desinvestition von Unternehmensimmobilien jedoch nicht bekannt gegeben. Infolgedessen enthält eine umfassende Stichprobe Desinvestitionsvorhaben mit sehr unterschiedlichen Hintergründen.⁷⁷³ Mit Ausnahme von DEVANEY/LIZIERI untersuchen sämtliche Autoren undifferenziert alle beobachtbaren Transaktionen. Eine Auswahl nach unternehmensstrategischen Kriterien unterbleibt. So kann es durchaus sein, dass Transaktionen, die der Konzentration auf das Kerngeschäft dienen und einen Kapitalzufluss für die Investition in dasselbe ermöglichen, positiv bewertet werden, während Transaktio-

⁷⁶⁸ Vgl. Allen/Rutherford/Springer, *Wealth Effects*, S. 573.

⁷⁶⁹ Vgl. Allen/Rutherford/Springer, *Wealth Effects*, S. 570.

⁷⁷⁰ Vgl. Allen/Rutherford/Springer, *Wealth Effects*, S. 573.

⁷⁷¹ Zu methodischen Schwierigkeiten der Durchführung von Ereignisstudien vgl. Böhmer/Löffler, *Kursrelevante Ereignisse*, S. 300. „Um valide Ergebnisse abzuleiten ist eine präzise Bestimmung des frühesten Zeitpunktes erforderlich, zu dem der Kapitalmarkt Kenntnis von dem Ereignis erlangt. [...] Wenn eine zu lange Zeitperiode gewählt wird, reduziert sich die Genauigkeit der statistischen Tests erheblich.“ Böhmer/Löffler, *Kursrelevante Ereignisse*, S. 300.

⁷⁷² Vgl. Adams/Clarke, *Stock Market Reactions*, S. 43.

⁷⁷³ Dies beschreiben Böhmer/Löffler auch für Unternehmensübernahmen im Allgemeinen. Vgl. Böhmer/Löffler, *Kursrelevante Ereignisse*, S. 305.

nen, die lediglich der Ergebnisglättung dienen und mit langfristigen Verpflichtungen einhergehen, von den Kapitalmarktakteuren mit Kursabschlägen bestraft werden.

Das Problem der Aussagefähigkeit wird zudem durch die mangelnde Aktualität der Studien erschwert, denn die Struktur und Motivation von Sale-Leaseback-Transaktionen hat sich im Laufe der vergangenen Jahre hin zu kürzeren Vertragslaufzeiten und damit zu mehr Flexibilität seitens der Unternehmen verändert. Auch in den USA wurden flexible, strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen in der Vergangenheit kaum durchgeführt.⁷⁷⁴ Inzwischen wird auch die Ansicht, dass Unternehmen insbesondere in Phasen abnehmender Gewinne und zunehmender Liquiditätsengpässe Immobilien veräußern, von der Überzeugung abgelöst, dass die Desinvestition den Unternehmenswert erhöhen kann.⁷⁷⁵

Ein weiteres Problem ist die Konzentration der Studien auf die USA bzw. auf Großbritannien und die daraus resultierende eingeschränkte Aussagekraft für Deutschland. Eine ähnliche Analyse für Kontinentaleuropa ist – unter anderem aufgrund eines Mangels an signifikanten Desinvestitionsfällen – bislang nicht durchgeführt worden. Eine Ereignisstudie, die die Kapitalmarktreaktion unter Berücksichtigung der Mittelverwendung untersucht, könnte Aufschluss über die Vorteilhaftigkeit von Sale-Leaseback-Transaktionen bei verschiedenen Ausgangssituationen geben.⁷⁷⁶

Das größte Problem, das mit Ereignisstudien einhergeht, ist jedoch das Risiko der verzerrenden Stichprobenauswahl und einer daraus resultierenden mangelnden Repräsentativität der Ergebnisse.⁷⁷⁷ Aktuelle Studien bzgl. der Auswirkungen des Immobilieneigentums auf den Unternehmenswert von Non-Property Companies wenden sich daher anderen Analysemethoden zu. Die Ergebnisse dieser Studien werden im folgenden Abschnitt dargestellt.

⁷⁷⁴ Vgl. Pederson/Wooten, Market Focus, S. 369 sowie Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 27. Die Partial-Sale-Leaseback-Transaktion der Bank of America mit einem Volumen von knapp 800 Millionen US \$ wurde im Juli 2003 abgeschlossen und ist eine der größten Sale-Leaseback-Transaktionen, die in den USA jemals durchgeführt wurden. Vgl. Pederson/Wooten, Market Focus, S. 368 f. Derartige Transaktionen sind auch in den USA so innovativ, dass die Bank of America für diese Transaktion von CoreNet Global mit dem 2004 Global Innovator's Award ausgezeichnet wurde. Vgl. CoreNet Global, CoreNet Global San Antonio Summit, ohne Seite; CoreNet Global, Global Innovator's Awards, ohne Seite; Kadzis, 2004 Winners, ohne Seite.

⁷⁷⁵ Vgl. Hofmann, Historischer Ballast, S. 28.

⁷⁷⁶ Vgl. auch Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 131.

⁷⁷⁷ Vgl. Deng/Gyourko, Real Estate Ownership, S. 2. „[It] could be that the relatively few firms engaging in real estate asset sales, spin-offs, or break-ups are badly managed to begin with and that any dismemberment of the firm is a good thing, whether or not real estate-related.“ Deng/Gyourko, Real Estate Ownership, S. 2 f.

3.5.3 Einfluss des Immobilieneigentums auf Unternehmens-Performance und Risiko

SEILER/CHATRATH/WEBB führen über einen Zeitraum von zehn Jahren (1985-1994) eine Untersuchung von achtzig Unternehmen durch⁷⁷⁸, um zu testen, ob eine überdurchschnittlich hohe Immobilienkonzentration Diversifikationseffekte herbeiführt, d.h. das systematische Risiko des Unternehmens senkt bzw. die risikoadjustierte Rendite steigert.⁷⁷⁹ Die Autoren überprüfen den Einfluss der Immobilienkonzentration industrieübergreifend und industriespezifisch durch die separate Untersuchung jeweils zwanzig zufällig ausgewählter Unternehmen aus vier Industriegruppen.⁷⁸⁰

Die Autoren führen dazu eine Regressionsanalyse durch. Für die gesamte Stichprobe kann kein statistisch signifikanter Zusammenhang zwischen Immobilienkonzentration und Unternehmensrisiko festgestellt werden, d.h. es können keine Diversifikationseffekte des Immobilieneigentums nachgewiesen werden.⁷⁸¹ Lediglich für eine der vier industriespezifischen Stichproben – die Nahrungsmittelindustrie – können leichte Diversifikationseffekte festgestellt werden, während die Ergebnisse bezüglich der anderen Industriesektoren keinen Zusammenhang erkennen lassen.⁷⁸² Ein überdurchschnittlich hohes Eigentum an Immobilien reduziert das systematische Risiko eines Unternehmens demnach nicht. Folglich gehen mit der hohen Kapitalbindung keine merklichen Diversifikationseffekte einher.⁷⁸³

In einer zweiten Regressionsanalyse wird der Zusammenhang zwischen risikoadjustierten Überrenditen und Immobilienkonzentration überprüft. Auch diesbezüglich kann weder auf Ebene der Gesamtstichprobe noch auf Ebene der industriespezifischen Stichproben ein statistisch signifikanter Zusammenhang festgestellt werden.⁷⁸⁴ Diese Ergebnisse zeigen, dass die Diversifikationseffekte von Immobilieneigentum von den Kapitalmarktakteuren – bewusst oder unbewusst – unberücksichtigt bleiben. Das heißt, das Immobilieneigentum wird entweder nicht wahrgenommen oder mit Return Penalties bestraft, weil eine Kapitalbindung in Immobilien seitens der Aktionäre unerwünscht ist. Eine Diversifikationswirkung von Immobilien im Verbund von Non-Property Companies ist grundsätzlich unplausibel, da in der Regel eine Eigennutzung und keine Vermietung an Dritte erfolgt. Schwankt die Immobilienauslastung – beispielsweise auf-

⁷⁷⁸ Vgl. Seiler/Chatrath/Webb, Risk and Return, S. 200 f.

⁷⁷⁹ Vgl. Seiler/Chatrath/Webb, Risk and Return, S. 201.

⁷⁸⁰ Vgl. Seiler/Chatrath/Webb, Risk and Return, S. 201.

⁷⁸¹ Vgl. Seiler/Chatrath/Webb, Risk and Return, S. 206.

⁷⁸² Vgl. Seiler/Chatrath/Webb, Risk and Return, S. 209.

⁷⁸³ Vgl. Seiler/Chatrath/Webb, Risk and Return, S. 210.

⁷⁸⁴ Vgl. Seiler/Chatrath/Webb, Risk and Return, S. 206 sowie 209.

grund eines Personalrückgangs – so kann meist auch keine unmittelbare Verwertung durch Vermietung an externe Dritte erfolgen.

DENG/GYOURKO überprüfen erstmals empirisch die langfristige Wirkung von Immobilieneigentum auf den Shareholder Value, indem der Zusammenhang zwischen der Volatilität der Unternehmens-Performance und dem Immobilieneigentum berücksichtigt wird. Die Autoren untersuchen im Rahmen ihrer Studie 718 US-amerikanische Unternehmen aus 57 verschiedenen, immobilienfremden Industriesektoren über einen Zeitraum von zehn Jahren (1984-1993).⁷⁸⁵

Die Autoren bedienen sich einer Regressionsanalyse, um die Wirkung des Immobilieneigentums auf die langfristige Unternehmens-Performance zu überprüfen. In einem ersten Schritt werden die Renditen der Unternehmen in systematische und unsystematische Komponenten aufgelöst. Im darauf folgenden zweiten Schritt wird der Zusammenhang zwischen der Immobilienkonzentration, d.h. dem Verhältnis des Immobilienbestands zum Anlagevermögen⁷⁸⁶ und Renditeabweichungen innerhalb einer Risikoklasse (unsystematische Komponente) überprüft.⁷⁸⁷ Im Ergebnis können die Autoren mit statistischer Signifikanz nachweisen, dass risikoreiche Unternehmen mit einer relativ hohen Immobilienkonzentration eine unterdurchschnittliche Performance aufweisen. So zieht ein überproportionaler Immobilienbesitz bei Unternehmen mit einem Beta über 0,9 (Beta-Wert für Gewerbeimmobilien)⁷⁸⁸ eine unterproportionale Unternehmensperformance nach sich.⁷⁸⁹ Das Resultat der Studie impliziert demnach nicht, dass Immobilieneigentum per se schlecht ist. Vielmehr ist bei risikoreicheren, d.h. volatileren Unternehmen ein im Vergleich zu anderen Unternehmen der gleichen Risikoklasse überproportionales Eigentum an Unternehmensimmobilien wertvernichtend. Risikoreiche Unternehmen mit einer relativ zu Vergleichsunternehmen hohen Immobilienquote, d.h. Unternehmen, deren Immobilien einen höheren Anteil am Anlagevermögen ausma-

⁷⁸⁵ Vgl. Deng/Gyourko, Real Estate Ownership, S. 7.

⁷⁸⁶ Für dieses Verhältnis konnten die Autoren aufgrund der Datenlage nur einen Näherungswert, das Verhältnis zwischen Sachanlagen und Anlagevermögen, heranziehen. Vgl. Deng/Gyourko, Real Estate Ownership, S. 6.

⁷⁸⁷ Vgl. Deng/Gyourko, Real Estate Ownership, S. 8. Ideal wäre eine sektorspezifische Überprüfung dieses Zusammenhangs. Dies war jedoch wegen des aufgrund der Datenlage eingeschränkten Stichprobenumfangs nicht möglich. Vgl. Deng/Gyourko, Real Estate Ownership, S. 9.

⁷⁸⁸ Vgl. Deng/Gyourko, Real Estate Ownership, S. 13. Bei einem β von 1 gelangten die Autoren zum gleichen Resultat. Vgl. Deng/Gyourko, Real Estate Ownership, S. 16.

⁷⁸⁹ Vgl. Deng/Gyourko, Real Estate Ownership, S. 5.

chen, weisen über eine Halteperiode von zehn Jahren eine Minderperformance von deutlich über 5 % auf.⁷⁹⁰

Dass insbesondere risikoreichere Unternehmen betroffen sind, führen die Autoren darauf zurück, dass die Bereitstellung durch Eigentum eine schlechte Übereinstimmung zwischen der Dauer der Bereitstellung und dem Bedarf („Duration Match“) darstellt.⁷⁹¹ „Business needs drive occupancy needs [...] which together with the capital markets drive costs of capital.“⁷⁹² Da Unternehmen mit höheren Kapitalkosten zu einer höheren Volatilität des Produktlebenszyklus neigen, ist eine überproportionale Schwankung des Immobilienbedarfs anzunehmen. Folglich ist die Bereitstellung durch Eigentum angesichts der eingeschränkten Fungibilität von Immobilien für solche Unternehmen offenbar weniger gut geeignet als flexiblere Formen der Bereitstellung. Zudem weist auch die langfristige und hohe Kapitalbindung eine unpassende Fristigkeit mit dem Kapitalbedarf des Unternehmens über dessen Produktlebenszyklus auf. Diese Kapitalbindung führt in Aufschwungphasen dazu, dass das Unternehmen profitable Projekte nicht durchführen kann, so dass die Rendite langfristig geringer ist als bei Wettbewerbern, die über Kapital verfügen.⁷⁹³ Die Studie stützt die Hypothese, dass die Immobilienbereitstellung in dynamischen Unternehmen angesichts der wachsenden Unsicherheit der strategischen Planung einer Flexibilisierung bedarf, so dass das Eigentum an Immobilien seitens der Aktionäre des Unternehmens tendenziell negativ bewertet wird. Die Autoren können die Ursache der Renditedifferenz jedoch nicht eindeutig zuordnen, so dass die relativ schlechte Performance auch auf eine Pure Play-Präferenz der Anleger (Investoren wünschen keine Investitionen in Immobilien) oder die Intransparenz des Immobilieneigentums (Investoren erkennen die Minderung des Gesamtrisikos der Investition durch Immobilieneigentum nicht) zurückgeführt werden könnte. Die Hypothese, dass die Immobilienbereitstellung durch Eigentum zu einer ineffizienten Nutzung der Immobilien führt, wird jedoch widerlegt, da sonst auch risikoärmere Unternehmen mit relativ umfangreichem Immobilieneigentum eine statistisch signifikante geringere Performance aufweisen müssten; dies ist jedoch nicht der Fall.⁷⁹⁴

⁷⁹⁰ Vgl. Deng/Gyourko, Disgorge, S. 15 f. Gemäß einer anderen Quelle der Autoren beläuft sich der Renditeunterschied auf fast 2,4 % im Gegensatz zu knapp 1,7 % per anno, was auf eine Dekade bezogen entsprechend größere Auswirkung auf die Renditedifferenz hat. Vgl. Deng/Gyourko, Disgorge, S. 3.

⁷⁹¹ Vgl. Deng/Gyourko, Real Estate Ownership, S. 16.

⁷⁹² Arend, Portfolio Structuring, S. 262.

⁷⁹³ Vgl. Deng/Gyourko, Real Estate Ownership, S. 16.

⁷⁹⁴ Vgl. Deng/Gyourko, Real Estate Ownership, S. 5.

BROUNEN/EICHHOLTZ untersuchen ebenfalls den Einfluss des Immobilieneigentums auf die Unternehmens-Performance und kommen zu einem vergleichbaren Ergebnis. Die Autoren untersuchen 4.636 Unternehmen aus achtzehn Industriesektoren und neun Ländern über den Zeitraum von 1997 bis 2002.⁷⁹⁵

Sie weisen für die gesamte Stichprobe einen negativen, wenn auch statistisch insignifikanten Zusammenhang zwischen relativem Immobilienvermögen und risikoadjustierter Aktien-Performance nach. Für die Teilstichprobe der risikoreicheren Unternehmen kann ein negativer Zusammenhang zwischen Immobilieneigentum und risikoadjustierter Aktien-Performance nachgewiesen werden, der für Unternehmen des Kommunikations- und Dienstleistungssektors statistisch signifikant ist.⁷⁹⁶ Für den Logistik-Sektor ist der Zusammenhang zwischen Immobilieneigentum und Aktien-Performance dagegen positiv, wenn auch statistisch insignifikant. „Firms with the highest corporate real estate ownership levels perform worst among high-yielding industries such as electronics and business services, and perform best in low-yielding industries such as textiles and agriculture.“⁷⁹⁷ Die unterschiedliche Wirkung des Immobilienvermögens ist nach Meinung der Autoren auf die unterschiedliche strategische Bedeutung von Immobilien in den verschiedenen Branchen sowie die relative Performance von Immobilien im Verhältnis zur Performance des Kerngeschäfts zurückzuführen.⁷⁹⁸

Im Rahmen dieser Studie wird auch der Diversifikationseffekt des Immobilienvermögens untersucht. Dabei kann für die meisten Sektoren ein negativer Zusammenhang zwischen Immobilienvermögen und systematischem Risiko nachgewiesen werden, d.h. es liegen Diversifikationseffekte vor.⁷⁹⁹

3.5.4 Zusammenfassender Überblick über die empirischen Untersuchungen

Als zusammenfassendes Ergebnis der ausgewerteten Studien zur Desinvestition von Unternehmensimmobilien und zum Einfluss des Immobilieneigentums auf den Unternehmenswert lässt sich festhalten, dass relativ zu Immobilienbestandshaltern risikoreiche, ertragsstarke Unternehmen mit einer hohen Immobilienquote eine geringere Performance aufweisen als ihre Wettbewerber. Der Wert des Immobilienvermögens wird in

⁷⁹⁵ Vgl. Brounen/Eichholtz, Ownership Implications, S. 429 und S. 431.

⁷⁹⁶ Vgl. Brounen/Eichholtz, Ownership Implications, S. 442.

⁷⁹⁷ Brounen/Eichholtz, Global Trends, S. 80.

⁷⁹⁸ Vgl. Brounen/Eichholtz, Ownership Implications, S. 443; Brounen/Eichholtz, Global Trends, S. 80.

⁷⁹⁹ Vgl. Brounen/Eichholtz, Global Trends, S. 81.

der Regel nur unzureichend im Aktienkurs widergespiegelt.⁸⁰⁰ „Ownership will contribute to earnings only by the amount of the rent savings, and it may be difficult for investors to distinguish that part of earnings which is implicitly rental income and should be capitalized at a low rate from that which arises from [...] product sales and should be capitalized at a higher rate. We might therefore expect those companies whose stock prices do not fully reflect the value of their real estate holdings to sell and lease them back, even if it is costly to do so.“⁸⁰¹

Die Ergebnisse der Korrelationsanalysen bzgl. des Einflusses des Immobilieneigentums auf den Unternehmenswert und dessen Parameter sind konsistent mit den Resultaten des überwiegenden Teils der untersuchten Ereignisstudien, dass Sell-offs, Spin-offs und Sale-Leasebacks meist zu – teilweise signifikanten – Steigerungen des Aktienkurses beitragen, wenn auch in Bezug auf Sale-Leaseback-Transaktionen widersprüchliche Ergebnisse auftreten. Letzteres zeigt, dass die Vorteilhaftigkeit von Sale-Leaseback-Transaktionen nicht in jedem Fall und bezüglich jeder Struktur vorausgesetzt werden kann.⁸⁰² „Changes in common stockholder wealth when companies announce purchases and sales of real estate assets may result from changing perceptions about the risk, timing and/or amount of future cash flows.“⁸⁰³ Steigende Risiken resultieren insbesondere aus einer mangelnden Berücksichtigung organisatorischer und strategischer Aspekte und einem Fokus auf finanzwirtschaftliche Gesichtspunkte.⁸⁰⁴

3.6 Zusammenfassung

Die Möglichkeiten der Bereitstellung von Unternehmensimmobilien reichen von der Bereitstellung durch Eigentum durch eigene Projektentwicklung bis zur kurzfristigen Bereitstellung durch Anmietung von voll ausgestattetem Space-on-demand. Die verschie-

⁸⁰⁰ Dies belegt im Übrigen auch eine Beobachtung von PALMON/SEIDLER. Danach hat das Unternehmen Monumental Corporation, eine Versicherungsgesellschaft, den Marktwert des Immobilienbestands ermittelt und öffentlich gemacht, um den Aktienkurs positiv zu beeinflussen. Dies führte jedoch zu keiner nennenswerten Kursreaktion. Als das Unternehmen wenig später die Veräußerung der Immobilien bekannt gab, sprang der Aktienkurs um rund 20 %. Dies belegt ein weiteres Mal sehr deutlich, dass Eigentümer von Non-Property-Unternehmen die Investition in Immobilien nicht honorieren. Vgl. Palmon/Seidler, Market Inefficiency, S. 786-788. Auch BRENNAN vertritt die Meinung, dass der Verkauf die einzige Möglichkeit einer glaubhaften Offenlegung des Wertes des Immobilienvermögens ist. Vgl. Brennan, Latent Assets, S. 718.

⁸⁰¹ Brennan, Latent Assets, S. 718.

⁸⁰² Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 131. Vgl. auch Pfnür/Schäfer/Armonat, Real Option, S. 244.

⁸⁰³ Christensen/Levi, Restructurings, S. 579.

⁸⁰⁴ Vgl. Pfnür/Schäfer/Armonat, Real Option, S. 244.

denen Bereitstellungsstrategien unterscheiden sich nicht nur bezüglich ihrer Vor- und Nachteile, sondern auch im Hinblick auf die Bilanzierung, wobei wiederum Unterschiede bzgl. der Bewertung bzw. Bilanzierung nach HGB, IAS/IFRS und US GAAP bestehen. Die Risiken der Immobilienbereitstellung reichen von Verfügbarkeits- und Verwertungsrisiken zu Marktrisiken. Sie sind durch der Unternehmensstrategie angemessene Bereitstellungsstrategien zu reduzieren, die die Zielsetzungen der Immobilienbereitstellung, die systematisch dargestellt wurden, zu erfüllen.

Als Basis der Diskussion einer notwendigen Restrukturierung der Immobilienbereitstellung wurde der Status Quo der Eigentumsverhältnisse an Unternehmensimmobilien dargestellt. Absolut gesehen befindet sich ein großer Bestand drittverwendungsfähiger Immobilien im Eigentum deutscher börsennotierter Unternehmen. Eine Abweichung der Eigentumsverhältnisse deutscher bzw. europäischer und US-amerikanischer Unternehmen konnte nicht eindeutig nachgewiesen werden, da die untersuchten Studien widersprüchlich sind. Befragungen und Untersuchungen der Entwicklung der Verfügungsrechte sowie exemplarische Bereitstellungsstrategien verschiedener Unternehmen belegen deutlich die Notwendigkeit einer Restrukturierung der Immobilienbereitstellung. Wesentliche Gründe für eine zögerliche Umsetzung der Desinvestition von Unternehmensimmobilien bestehen in Defiziten bzgl. des Managements, aber auch in der Entwicklung des Immobilien- bzw. Kapitalmarktes.

Um die Notwendigkeit der Restrukturierung der Immobilienbereitstellung zu untermauern und neben der unternehmensinternen Sichtweise der strategischen Planung die Sichtweise der Kapitalgeber des Unternehmens zu berücksichtigen, wurden weiterhin empirische Studien herangezogen, die kurz- und langfristige Kapitalmarktwirkungen von Immobilienbereitstellungsstrategien untersuchen. Während Ereignisstudien nur die Reaktion von Anteilseignern und Kreditgebern auf die Ankündigung von Sale-Lease-back-Transaktionen messen können und somit per se nur eine einseitige Stichprobe zulassen, beruhen langfristige Untersuchungen des Total Return der Aktien einer Vielzahl von Unternehmen auf einer breiten Basis und sind daher aussagekräftiger. Weiterhin können die Aussagen von Ereignisstudien dahingehend verzerrt sein, dass offensichtlich nicht nur Informationen über die zukünftige Immobilienbereitstellung, sondern über die mutmaßliche strategische Entwicklung des Unternehmens bewertet werden.

Als Fazit der empirischen Überprüfung kann die Bereitstellung durch Eigentum weder als grundsätzlich vorteilhaft noch als grundsätzlich nachteilig für die Kapitalgeber eines Unternehmens beurteilt werden. Die Ergebnisse zeigen deutlich, dass die Vorteilhaftig-

keit von Immobilienbereitstellungsstrategien von den jeweils vorliegenden Bedingungen abhängt. Konkrete Restrukturierungsvorhaben bedürfen somit einer eingehenden Analyse. Während Sale-Leaseback-Transaktionen sowohl von Aktionären als auch von Gläubigern der desinvestierenden Unternehmen überwiegend positiv bewertet werden, gibt es auch negative Kursreaktionen. Auch die langfristige Performance von Unternehmen, die verhältnismäßig viele Immobilien im Eigentum halten, ist nicht grundsätzlich schlechter als diejenige der Unternehmen, die überwiegend anmieten. Bei Unternehmen jedoch, die gegenüber Immobilieninvestitionen relativ risikobehaftet sind, wirkt sich eine überdurchschnittlich hohe Eigentumsquote negativ auf den Unternehmenswert aus. Dafür kommen verschiedene mögliche Gründe in Frage: einerseits ist es möglich, dass die Bereitstellungsdauer nicht mit dem volatilen Bedarf übereinstimmt, so dass übermäßige Immobilienkosten resultieren, andererseits wird Kapital gebunden, das bei steigender Nachfrage innerhalb des Kerngeschäfts benötigt wird und aufgrund der Eigenschaften des Immobilienmarktes nicht unmittelbar freigesetzt werden kann. Zudem ist es möglich, dass Aktionäre die Bereitstellung bewusst mit Kursabschlägen bestrafen, da sie eine Präferenz für „pure plays“ haben. Unter Umständen ist jedoch auch die Intransparenz bezüglich des Immobilieneigentums auf die relativ schlechte Performance zurückzuführen.

Folgende Aussage kann als Fazit der Untersuchungen angeführt werden: „In cases where the expected life of an asset far exceeds the company’s projected period of use, companies will also generally choose to lease rather than bear the costs associated with selling an illiquid asset.“⁸⁰⁵ Somit bedarf es eines Instrumentariums, anhand dessen der zukünftige Immobilienbedarf ermittelt und der Immobilienbestand angepasst werden kann. Die Entwicklung eines solchen Konzeptes ist Gegenstand des folgenden Kapitels.

⁸⁰⁵ Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 49.

4 Corporate Real Estate Portfoliomanagement als Basis der Ableitung von Bereitstellungsstrategien

Im Rahmen dieses Kapitels wird ein Portfoliomanagement-Konzept für Unternehmensimmobilien erarbeitet, das die Grundlage für Immobilienbereitstellungsentscheidungen bildet. Zunächst werden grundlegende Konzepte des Corporate Real Estate Portfoliomanagements erläutert. Darauf folgt eine Darstellung des Portfoliomanagement-Prozesses, der der Ableitung von Bereitstellungsstrategien dient. Grundlegend für die Portfoliosteuerung ist die aus der Unternehmensstrategie und der Finanzierungsstrategie des Unternehmens abgeleitete Immobilienstrategie. Die Bestandteile des eigentlichen Portfoliomanagement-Prozesses bilden die Bestands- und die Bedarfsanalyse, deren Ergebnisse in der Optimierungsanalyse als letztem, verknüpfendem Glied des Portfoliomanagement-Prozesses zusammenfließen. Aus dieser Optimierungsanalyse werden sowohl das Kernportfolio von Immobilien, die dauerhaft dem Unternehmen dienen sollen, als auch der zusätzliche Immobilienbedarf und die zu verwertenden Immobilien – die Diskrepanz zwischen Ist- und Sollbestand – identifiziert.

4.1 Konzeption des Corporate Real Estate Portfoliomanagements

„What are the best models for the management of the corporate real estate portfolio? We do not expect to uncover a single ‚best‘ model; there are probably several models that can show us how the management activities associated with real property management can be conceived, organized and related to other management functions.“⁸⁰⁶

„Portfolio optimization is an evolving science with no concrete rules or formulas. Trying to distill all of the thoughts into one concise method of approach is impossible. What is possible, however, is to develop a framework for working through this complicated process so that you can better understand your company’s unique situation and communicate the value of moving towards this process.“⁸⁰⁷

Im Folgenden wird ein Konzept dargestellt, das es Unternehmen ermöglicht, die Immobilienbereitstellung mit den strategischen und operativen Anforderungen des Unternehmens in Einklang zu bringen.

⁸⁰⁶ Joroff, Management Strategies, S. 5.

⁸⁰⁷ Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 36.

4.1.1 Grundlegende Konzepte als Basis des Portfoliomanagements

4.1.1.1 Das Kern-Peripherie-Konzept als Grundmodell der Immobilienbereitstellung

Das Immobilienportfolio soll an den Konjunkturzyklus und Branchenschwankungen anpassbar sein.⁸⁰⁸ Dazu sind die Immobilien und Subportfolios zu identifizieren, die angesichts der Unsicherheit des zukünftigen Bedarfs finanzielle Flexibilität aufweisen sollten. Zur Einordnung bedarf es eines Systems der Klassifizierung von Unternehmensimmobilien.⁸⁰⁹

GIBSON/LIZIERI haben von dem so genannten Core-Periphery-Workforce-Modell ein Modell zur Klassifizierung des Immobilienbedarfs abgeleitet, nach dem für unterschiedliche Teile des Immobilienportfolios verschiedene Typen der Immobilienflexibilität benötigt werden.⁸¹⁰ Der Kernbestand sollte funktionale Flexibilität aufweisen, da er langfristig im Unternehmen verbleibt und dabei eine Vielzahl von Nutzungen erlauben soll, während periphere Flächen vertragliche Flexibilität aufweisen sollten, die es dem Unternehmen gestattet, kurzfristig Flächen aufzubauen und freizusetzen, um auf Geschäftschancen und Wirtschaftsabschwünge reagieren zu können.⁸¹¹ Durch die Differenzierung zwischen Kernbestand und variablem Bestand können zudem Investitionen auf wichtige, dauerhaft dem Unternehmen dienende Immobilien konzentriert werden.⁸¹²

Eine elementare Funktion des Corporate Real Estate Portfolio Managements ist die Sicherstellung des kontinuierlichen Anpassungsvermögens der Immobilienbereitstellung an veränderte Rahmenbedingungen. Wesentlich für die Strukturierung von Flexibilität ist die Sichtweise: Flexibilität auf Ebene des Einzelobjekts und Flexibilität auf Ebene des Gesamtbestands oder Sub-Portfolios. Bei Unsicherheit bzgl. der Nutzungsdauer kann sowohl auf Einzelobjektebene als auch auf Portfolioebene Flexibilität strukturiert werden.⁸¹³ Optionen auf Ebene des Einzelobjekts gewinnen mit der abnehmenden aggregierten Fläche einer geografischen Einheit an Bedeutung. Je geringer der Umfang der aggregierten Fläche an einem Standort ist, desto mehr Bedeutung kommt Optionen

⁸⁰⁸ Vgl. Gibson, Flexible Space, S. 13.

⁸⁰⁹ Vgl. Woollam, Flexibility, S. 77.

⁸¹⁰ Vgl. Gibson/Lizieri, Corporate Property Portfolio, S. 207 f.; Gibson/Lizieri, Serviced Office Space, S. 3 f.; Lizieri/Gibson, Flexibility, S. 2-4; Gibson, Property Portfolio Dynamics, S. 152-154. FITZPATRICK ET AL. haben ein ähnliches Modell entwickelt, wobei auch betriebsneutrale Immobilien berücksichtigt werden, so dass es nicht nur der Strukturierung des Zielportfolios, sondern auch der Segmentierung des Ist-Bestands dient. Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 40-42.

⁸¹¹ Vgl. Gibson, Flexible Space, S. 15 f.

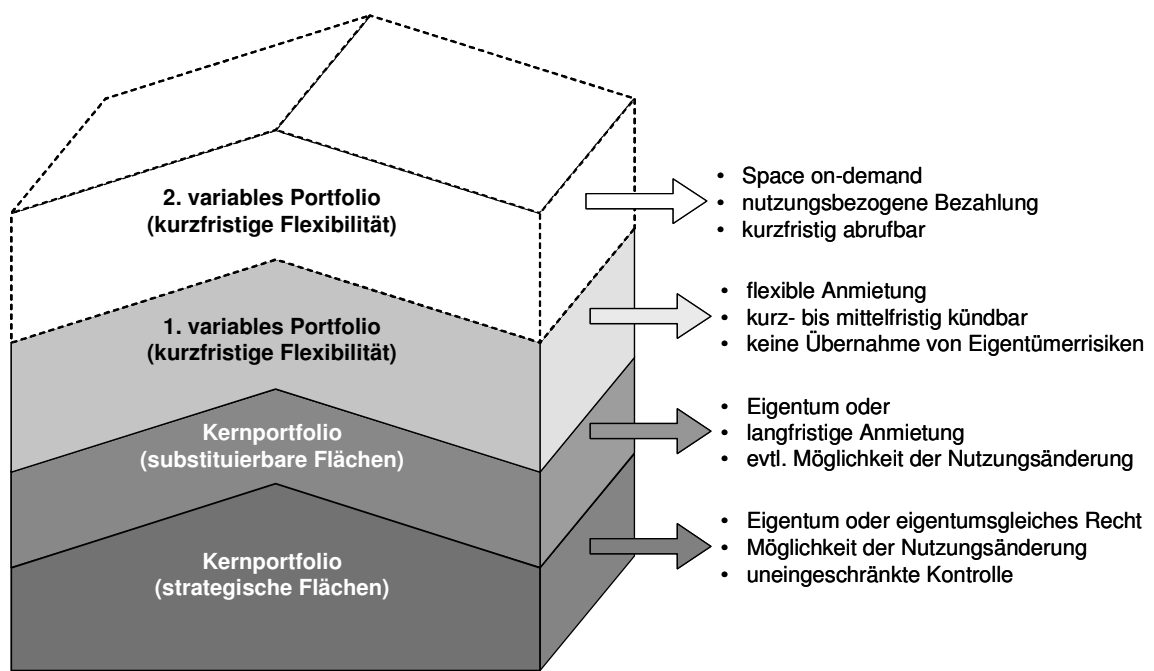
⁸¹² Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 175.

⁸¹³ Vgl. Arend, Portfolio Structuring, S. 262.

in einzelnen Verträgen zu, da keine Flexibilität innerhalb des Bestands genutzt werden kann.⁸¹⁴

Das Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Modell ermöglicht die Darstellung und Steuerung der Flexibilität auf Portfolio- und Einzelobjektebene. Die CREM-Einheit muss beurteilen und festlegen, welche Objekte eine erhöhte Flexibilität und welche Immobilien keine Flexibilität aufweisen müssen.

Die Einordnung des Immobilienbedarfs in das Core-Periphery-Modell unterstützt die Ableitung der optimalen Portfoliozusammensetzung in Bezug auf die Fristigkeit der Bereitstellung und Verfügungsrechte an den Immobilien. Während die Nachfrage nach Kernflächen über den Konjunkturzyklus hinweg stabil ist, ändert sich die Nachfrage nach variablen (auch: peripheren oder taktischen) Flächen im Verlauf des Konjunkturzyklus. Space-on-demand hingegen deckt den sich sehr kurzfristig ergebenden Flächenbedarf. Abbildung 19 stellt das Modell grafisch dar.



In Anlehnung an: Gibson, Property Portfolio Dynamics, S. 153.

Abbildung 19: Strategie- bzw. bedarfskonformes Immobilienportfoliomodell

Bestimmte Objekte des Immobilienbestands können als Kernbestand identifiziert werden, der langfristig benötigt wird und somit auch langfristig bereitgestellt werden sollte – sei es durch Eigentum oder durch langfristige Anmietung bzw. Leasing.⁸¹⁵ Ein Teil

⁸¹⁴ Vgl. Wilson, Facilities Strategies, S. 26.

⁸¹⁵ Vgl. Gibson, Property Portfolio Dynamics, S. 152 f.

dieses dauerhaft genutzten Immobilienbestands sind strategische Immobilien, die für die Kerngeschäftstätigkeit des Unternehmens unverzichtbar sind. Somit ist ein Unternehmen gewillt, in diese Objekte zu investieren und die Kontrolle über diese Immobilien zu wahren. Neben den strategischen Immobilien enthält der Immobilienbestand auch konstant genutzte Immobilien, die keine strategische Bedeutung aufweisen und grundsätzlich substituierbar sind. Während viele Unternehmen die Bereitstellung dieses grundsätzlich substituierbaren Kernbestands durch Eigentum vorziehen, ist zu prüfen, ob dies Opportunitätskosten verursacht, weil in Immobilien gebundenes Kapital nicht für das Kerngeschäft zur Verfügung steht. In einem solchen Fall kann eine Sale-Leaseback-Transaktion mit langfristiger Rückmietung sinnvoll sein.⁸¹⁶

Die erste Ebene des relativ variablen, als peripher oder taktisch bezeichneten Portfolios bilden Flächen, die konjunkturbedingt, d.h. zyklisch benötigt werden, da die Nachfrage nach Produkten oder Dienstleistungen im Konjunkturverlauf Schwankungen unterliegt.⁸¹⁷ Diese Flächen sollten nicht durch Eigentum, sondern durch flexible Anmietung bereitgestellt werden, damit auf einen Rückgang des Flächenbedarfs reagiert werden kann und die immobilienbezogenen Bereitstellungskosten in rückläufigen Zeiten reduziert werden können. Wesentlich ist bei diesen Flächen, dass sie freigezogen werden können, wenn kein Bedarf mehr besteht.

Die zweite Ebene des variablen Portfolios stellen Flächen dar, die sehr kurzfristig an- und abgemietet bzw. bereitgestellt und desinvestiert werden können. Hier ist die finanzielle Flexibilität das wesentliche Kriterium. Zwei Arten von Flächen fallen in diese Kategorie: Für spezielle Flächen wie Schulungsräumlichkeiten besteht unregelmäßiger Bedarf im Laufe des Geschäftsjahres. Diese Arten von Flächen können durch Konferenzzentren, Hotels und Universitäten bereitgestellt werden. Daneben besteht sehr kurzfristiger Bedarf für allgemeine Büroflächen, die durch Serviced-Office-Anbieter bereitgestellt werden können. Diese werden beispielsweise benötigt, wenn die Geschäftstätigkeit auf neue Standorte ausgeweitet wird bevor eine permanente Präsenz aufgebaut wird.⁸¹⁸ Neben Serviced Offices (auch: Executive Suites) kommen innovative Formen der kurzfristigen Bereitstellung von Flächen in Betracht. Denkbar ist beispielsweise – wie bereits oben erwähnt – die Anmietung von Überschussflächen anderer Unternehmen oder die Bereitstellung durch temporäre Gebäude.⁸¹⁹

⁸¹⁶ Vgl. Woollam, Flexibility, S. 78.

⁸¹⁷ Vgl. Gibson, Property Portfolio Dynamics, S. 153.

⁸¹⁸ Vgl. Gibson, Property Portfolio Dynamics, S. 153.

⁸¹⁹ Vgl. Becker/Sims, Managing Uncertainty, S. 73.

Auch wenn die Grenzen zwischen den Portfolioebenen in der Praxis teilweise fließend verlaufen und eine eindeutige Zuordnung teilweise nicht möglich ist, kann dieses Modell als Rahmenwerk für die Planung und Analyse der Immobilienbereitstellung genutzt werden.⁸²⁰ Das Modell hilft Unternehmen, die Managementkompetenzen auf den Teil des Portfolios zu konzentrieren, die den größten Mehrwert für das Unternehmen leisten können⁸²¹, während substituierbare Flächen von externen Dritten bereitgestellt und gemanagt werden können.⁸²² Eine weitere wesentliche Aufgabe des oben beschriebenen Konzeptes ist es, das notwendige Maß an Optionen in die Bereitstellung zu integrieren, um eine genügende Adaptivität der Immobilienbereitstellung zu gewährleisten,⁸²³ und den Soll-Zustand des Immobilienportfolios abzuleiten und darzustellen. Stellt man diesem Soll-Zustand des Portfolios die Fristigkeiten und die Zusammensetzung des Ist-Portfolios gegenüber, ergibt sich wahrscheinlich eine Diskrepanz, die es durch geeignete Maßnahmen zu beseitigen gilt. Dies können Flächenakquisitionen, -substitutionen oder -desinvestitionen sein.

4.1.1.2 Optimierung der Verfügungsrechte

„Portfolio management is chiefly about resolving the own-or-lease dilemma and managing the various risks associated with that decision.“⁸²⁴ Die Entscheidung zwischen Eigentum und Miete ist nicht – wie häufig dargestellt – eine Wahl zwischen zwei Finanzierungsalternativen, da man mit dem Eigentum im Gegensatz zur Miete nicht nur das Nutzungsrecht, sondern auch das Recht über den Restwert der Immobilie erwirbt.⁸²⁵ Die Entscheidung zwischen Bereitstellung durch Eigentum und Miete ist zudem weniger eine Frage, ob sämtliche Immobilien im Eigentum gehalten werden sollten als die Frage nach dem optimalen Verhältnis zwischen Eigentum und Miete.⁸²⁶ Weiterhin ist auch diese oft proklamierte optimale Balance zwischen Eigentum und Miete zu eindimensional, da sie die Dauer des Bedarfs vernachlässigt.⁸²⁷ Somit ist – einer Gesamtsicht des Bestands folgend – die Struktur der Verfügungsrechte von Relevanz.⁸²⁸

⁸²⁰ Vgl. Gibson, Property Portfolio Dynamics, S. 154.

⁸²¹ Vgl. hierzu Roulac, Value Chain, S. 389-393.

⁸²² Vgl. Gibson, Property Portfolio Dynamics, S. 154.

⁸²³ Vgl. Becker/Sims, Managing Uncertainty, S. 73.

⁸²⁴ Arend, Portfolio Structuring, S. 262.

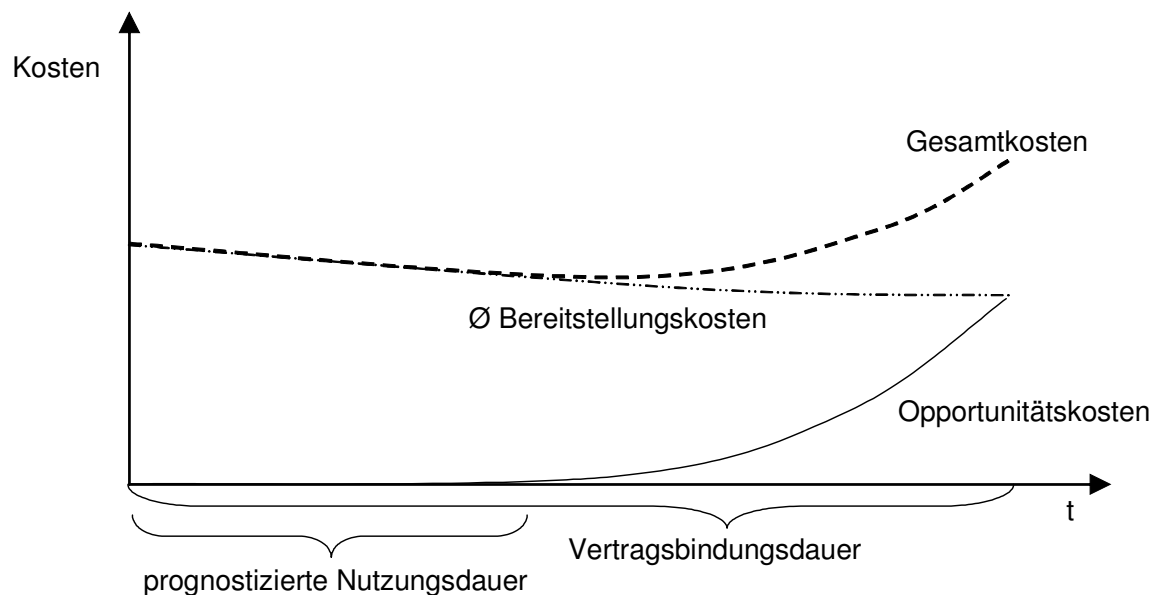
⁸²⁵ Vgl. Fisher/Webb, Current Issues, S. 223.

⁸²⁶ Vgl. Liow/Ooi, Analysis and Management, S. 243.

⁸²⁷ Vgl. Deeble, Procurement, S. 147. „[...] the traditional debate of own versus lease is not particularly meaningful. The more appropriate debate is short versus long. In fact, the economic commitment of a very long lease (eg 20 years or more) is substantially the same as that of ownership.“ Deeble, Procurement, S. 147.

⁸²⁸ Vgl. Arend, Portfolio Management Model, S. 221 f.; Weatherhead, Property Issues, S. 24. „[...] a mixture of tenures brings greatest flexibility.“ Weatherhead, Property Issues, S. 24.

Die optimale Struktur der Verfügungsrechte ist abhängig von der Industriezugehörigkeit und der Wettbewerbssituation des Unternehmens, die starken Einfluss auf die strategische Planung und die Planungssicherheit haben. Somit variiert die Gewichtung sehr stark. Im Rahmen einer empirischen Untersuchung haben GIBSON/LIZIERI Schätzungen der Corporate Real Estate Manager erhoben, wonach ca. 60-70 % der Büroflächen als Kernbedarf eingeordnet und 30-40 % als periphere Flächen angesehen wurden.⁸²⁹



In Anlehnung an: Deeble, Procurement, S. 146.

Abbildung 20: Kosten der inflexiblen Immobilienbereitstellung

Neben den tatsächlichen Vertragsbindungsdauern sind auch Optionen bei der Strukturierung der Verfügungsrechte zu berücksichtigen. Flächenbindung (Vertragsbindung) und Flächenkontrolle (Optionen) sind so zu gewichten, dass sowohl die Kosten als auch die Flächenverfügbarkeit im Bedarfsfall besser gesteuert werden können.⁸³⁰ Bei einer überdurchschnittlich dynamischen Unternehmensentwicklung ist eine Gesamtkostenbetrachtung der statischen Bereitstellungskostenanalyse vorzuziehen, da der Flächenbedarf anders als in reifen Industrien nur schwer vorhergesagt werden kann.⁸³¹ Langfristige Verpflichtungen mindern die Flexibilität eines Unternehmens und gehen

⁸²⁹ Vgl. Gibson/Lizieri, Corporate Property Portfolio, S. 207.

⁸³⁰ Vgl. Bomba/McMahan, Portfolio Alliance, S. 7.

⁸³¹ Vgl. Lam/Kanz, Corporate Real Estate, S. 693.

bei vorzeitigem Bedarfswegfall mit wirtschaftlichen Einbußen einher.⁸³² Auch wenn der Bedarf insgesamt nicht zurückgeht, verhindert eine mangelnde Flexibilität auch Maßnahmen, die den Unternehmenswert positiv beeinflussen könnten – wie beispielsweise Verlagerungen an kostengünstigere Standorte.⁸³³ Diese können erst umgesetzt werden, wenn die Kosten der Aufgabe von Flächen überkompensiert werden. Eine zu lange Vertragsbindung verursacht – wie Abbildung 20 darstellt – Opportunitätskosten.

Die Durchschnittskosten der Immobilienbereitstellung sinken mit der Vertragsdauer. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Anfangsinvestitionen wie Maklergebühren, Umzug etc. über einen längeren Zeitraum verteilt werden und für längere Vertragsbindungen in der Regel geringere Mieten eingeräumt werden.⁸³⁴ Andererseits resultiert ein vorzeitiger Wegfall des Bedarfs in Kosten, denen keine Erlöse mehr gegenüberstehen. Geht man davon aus, dass die Marktmiete unterhalb der Vertragsmiete liegt, so fallen Kosten zumindest in Höhe der Differenz zwischen Vertragsmiete und Untermiete an, sofern eine Untervermietung gelingt. Diese Mittel könnten anderweitig besser eingesetzt werden – insbesondere wenn man davon ausgeht, dass Non-Property Companies nicht den gleichen Spezialisierungsgrad aufweisen wie professionelle Immobilieninvestoren.⁸³⁵ Somit sind für den Vergleich zwischen einer günstigeren langfristigen und einer teureren kurzfristigen Anmietungen nicht nur Mietzahlungen, sondern auch

⁸³² „[...] businesses do not understand the true cost of property decisions. The education of decision makers has to start in a good market when they are taking space. If they understand the ‚lifetime cost‘ for an acquisition, the disposal process at a later date will be far easier.“ Cooke, Real Estate Liabilities, S. 169.

⁸³³ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 44 f.

⁸³⁴ Vgl. Deeble, Procurement, S. 147 f.; Mather, Occupancy Planning, S. 175; Noha, Benchmarking, S. 518. Der tatsächliche Zusammenhang zwischen Mietvertragslaufzeit und Miethöhe ist bislang noch nicht empirisch nachgewiesen worden. Um Bereitstellungsentscheidungen auf fundierten Daten zu basieren, bedarf es einer empirischen Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Vertragsgestaltung und Vertragsmiete. Vgl. Wheeler et al., Performance Judgements, S. 9. „A study collecting market evidence to calibrate the effect of differing contractual terms on rents and other market prices would make a valuable contribution to filling the knowledge vacuum. This study should also develop techniques for calculating appropriate price adjustments to cater for differing business requirements.“ Wheeler et al., Performance Judgements, S. 9. „While market conditions make the cost savings between three-, five-, and ten year leases difficult to predict, real estate professionals generally agree that a differential cost does exist. In any case, savings generated by amortizing improvement costs over longer lease periods are undisputed.“ Noha, Benchmarking, S. 518.

⁸³⁵ Vgl. Deeble, Procurement, S. 148.

Opportunitätskosten in Betracht zu ziehen.⁸³⁶ „The premium paid for this flexibility may ultimately be outweighed by the total cost of occupancy reduction.“⁸³⁷

Infolgedessen entspricht die optimale Bereitstellungsdauer bzw. Vertragsbindungsdauer der prognostizierten Nutzungsdauer.⁸³⁸ „Optimisation is attained by pursuing a financing strategy of asset/liability matching; the CRE [corporate real estate] manager should attempt to match the duration of his real estate financial commitments to the real estate's expected productive life as a raw material.“⁸³⁹ Sollen darüber hinausgehende Verfügungsrechte durch Optionen gesichert werden, so ist eine Kosten/Nutzen-Analyse durchzuführen. Dafür sollte das Unternehmen die Kosten einer Nicht-Verfügbarkeit von Flächen ermitteln und dem Preis für die Option einer weiteren Nutzung gegenüberstellen. Weiterhin sollte auch die Wahrscheinlichkeit beurteilt werden, dass alternative Möglichkeiten der Bedarfsdeckung nicht verfügbar sind.⁸⁴⁰

Sollen Immobilien langfristig bereitgestellt werden, ist eine Entscheidung zwischen Eigentum und Leasing zu treffen. Die Vorteilhaftigkeit ist auf Basis eines kapitalmarktorientierten Vergleichs zu ermitteln. Zusätzlich dazu sind Optionen zu berücksichtigen, denen ein Wert beizumessen ist, da sie Handlungsspielräume für Anpassungen an die unsichere zukünftige Entwicklung eröffnen.⁸⁴¹ Ein effektives Corporate Real Estate Portfoliomanagement kann Bereitstellungsstrategien gewährleisten, die dem gegenwärtigen Bedarf gerecht werden, ohne die zukünftige Entwicklung des Unternehmens durch einen Überschuss oder eine Knappheit bestimmter Flächen zu behindern.⁸⁴²

Determinanten der Bereitstellungsentscheidung sind die strategische Relevanz der Nutzung, der Grad der Spezifität bzw. der Drittverwendungsfähigkeit, die prognostizierte Nutzungsdauer und die Möglichkeiten der zukünftigen Verwertbarkeit.⁸⁴³ Die Drittverwendungsfähigkeit der Objekte ist ein wesentlicher Faktor, da diese die Bereitstel-

⁸³⁶ MCCANN hat ein theoretisches Modell für die Ermittlung der optimalen Vertragslaufzeit eines Gewerbemietverhältnisses aufgestellt, das jedoch aufgrund der stark eingeschränkten praktischen Anwendbarkeit im Rahmen dieser Arbeit nicht dargestellt werden soll. Für eine Darstellung wird auf die Ausführungen des Autors verwiesen. Vgl. McCann, Optimal Length, S. 321-340.

⁸³⁷ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 63. „So, my suggestion would be add value by signing on to the relatively knowable cost of a mistake, namely, I went short and I should have gone long, rather than the incalculable cost of going long and later finding I don't need it.“ Linneman, Corporate Real Estate Market, S. 13.

⁸³⁸ Vgl. Deeble, Procurement, S. 149.

⁸³⁹ Deeble, Procurement, S. 144.

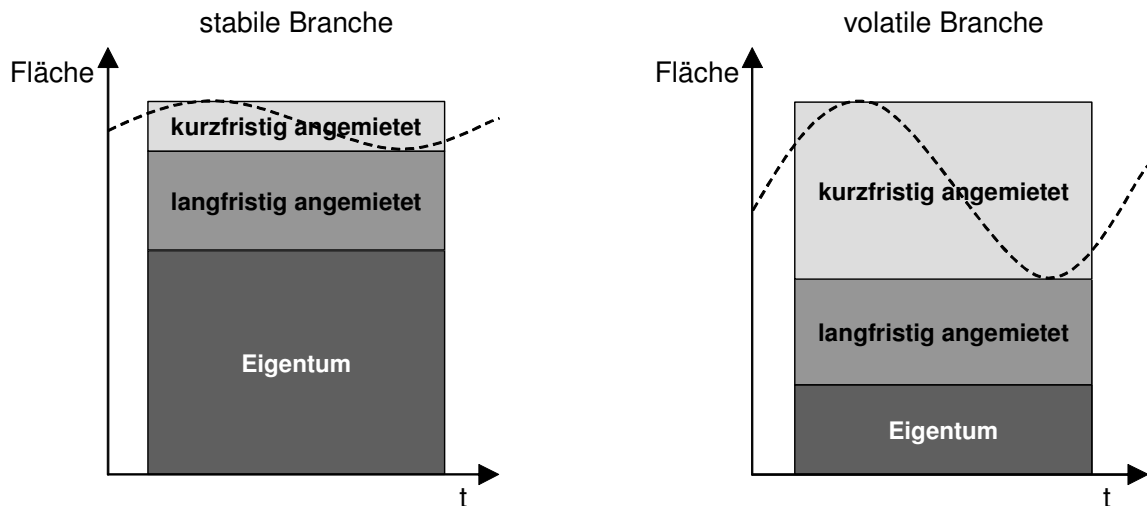
⁸⁴⁰ Vgl. Deeble, Procurement, S. 149.

⁸⁴¹ Vgl. Becker/Sims, Managing Uncertainty, S. 73 f.

⁸⁴² Vgl. Becker/Sims, Managing Uncertainty, S. 74.

⁸⁴³ Vgl. Smith/Wakeman, Corporate Leasing Policy, S. 895.

lung durch externe Dritte determiniert. Immobilien mit spezifischer Nutzung können nicht durch den Immobilienmarkt bereitgestellt werden.⁸⁴⁴ Spezifische Flächen, die tief in den Produktionsprozess eines Unternehmens integriert sind, sind schwer duplizierbar und sollten in der Regel ohnehin (weiterhin) im Eigentum gehalten werden.⁸⁴⁵



Quelle: Hughes, Property Portfolio, S. 17.

Abbildung 21: Gewichtung der Portfoliostruktur nach der Volatilität der Geschäftstätigkeit

Ein weiterer wesentlicher Faktor ist die Volatilität des Flächenbedarfs und potenzielle Auswirkungen auf die Geschäftstätigkeit des Unternehmens. Unterliegt das Kerngeschäft starken Schwankungen, so ist es beispielsweise nicht kostenoptimal, sämtliche Immobilien des Unternehmens im Eigentum zu halten oder langfristig anzumieten, sondern kurzfristig bereitzustellen (vgl. Abbildung 21).⁸⁴⁶ Andererseits besteht die Gefahr, in Zeiten steigender Nachfrage nicht ungehindert expandieren zu können, da Immobilien in der Regel nicht ohne Vorlaufzeiten bereitgestellt werden können.⁸⁴⁷ In die-

⁸⁴⁴ Vgl. Bomba, Corporate Real Estate Portfolio Management, S. 111.

⁸⁴⁵ Vgl. Bomba/McMahan, Portfolio Alliance, S. 7.

⁸⁴⁶ Vgl. Hughes, Property Portfolio, S. 17.

⁸⁴⁷ Dies gilt insbesondere für Projektentwicklungen und die Auswahl neuer Standorte; letztere bspw. nimmt regelmäßig ein bis zwei Jahre in Anspruch. Vgl. O'Mara, Demand Forecasting, S. 132; Lyne, Expansion, S. 494.

sem Fall können die Kosten einer verzögerten Produkteinführung aufgrund eines Flächenmangels die immobilienbezogenen Einsparungen schnell überkompensieren.⁸⁴⁸

Die Wahl und Gewichtung der Bereitstellungsformen ist somit im Wesentlichen von den Faktoren Flexibilität, Kontrolle, Verfügbarkeit und Wirtschaftlichkeit bzw. finanzielle Auswirkungen abhängig (vgl. Tabelle 12).⁸⁴⁹ Sun Microsystems beispielsweise strebt eine Miet-/Eigennutzungsquote von 50 % zu 50 % an, um einerseits die Bereitstellungskosten zu senken, andererseits jedoch eine ausreichende Flexibilität zu gewährleisten.⁸⁵⁰

Eigentum	entscheidungsrelevante Faktoren	Miete
stabil	Tätigkeit	volatil
spezifisch	Immobilienbedarf	allgemein
Kontrolle	Management	Flexibilität
hoch	Inflation	niedrig
verfügbar	Kapital	eingeschränkt

In Anlehnung an: Weatherhead, Corporate Strategy, S. 118.

Tabelle 12: Faktoren der Entscheidung über die Bereitstellung durch Eigentum oder Miete

4.1.1.3 Bildung von Bedarfs-Clustern zur Nutzung von Synergieeffekten innerhalb des Unternehmens

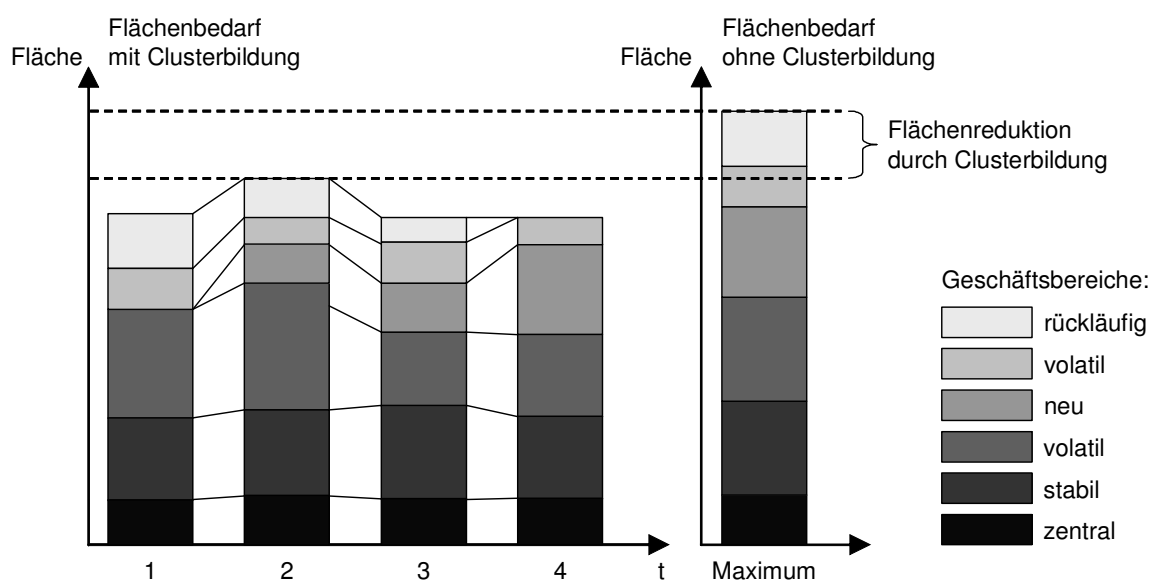
Eine wesentliche Voraussetzung für die effektive Portfoliosteuerung ist die Bildung von Sub-Portfolios. Eine Bereitstellungsentscheidung sollte nicht nur auf Basis des Flächenbedarfs einer Geschäftseinheit gefällt werden, sondern die Bestandswirkung in Clustern berücksichtigen. Diese so genannten Bedarfs-Cluster (auch: Nachfrage-

⁸⁴⁸ Vgl. Bomba/McMahan, Portfolio Alliance, S. 7; Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 12; Weatherhead, Property Issues, S. 17; Lam/Kanz, Corporate Real Estate, S. 695; Becker/Sims, Managing Uncertainty, S. 12 sowie Becker, Infrastructure on-demand, S. 160. „[...] lower property costs that are achieved at the expense of providing strategically required property will ultimately damage business rather than create value.“ Weatherhead, Property Issues, S. 17. „[...] the opportunity cost of failing to acquire that space can be enormous. In the pharmaceutical industry, for example, delays in bringing new products to market can cost millions of dollars a day in lost revenues.“ Becker, Infrastructure on-demand, S. 160.

⁸⁴⁹ Vgl. Golan, Own v Lease, S. 241 f.

⁸⁵⁰ Vgl. Lyne, "Space Wars", S. 650.

Cluster oder fungible Flächen⁸⁵¹) sind Gruppierungen von Flächen, die aus Sicht der Nutzer substituierbar sind, d.h. hinreichend gleichartig sind und eine wirtschaftlich sinnvolle Alternative darstellen.⁸⁵² Dadurch kann ein Bedarfsrückgang einer Geschäftseinheit durch zusätzlichen Bedarf einer anderen Geschäftseinheit ausgeglichen werden.⁸⁵³ Die Definition der Cluster kann bzw. sollte nach Flächenkategorien und Standorten erfolgen.⁸⁵⁴ Jedes dieser Bedarfs-Cluster ist bezüglich der Bereitstellung zu optimieren.⁸⁵⁵ Je geringer die Anzahl der Cluster, desto größer ist die Möglichkeit der Optimierung innerhalb der Sub-Portfolios.⁸⁵⁶ Flexibilität innerhalb der Cluster kann durch die Staffelung von Vertragsbindungsdauern und Kündigungs- sowie Verlängerungsoptionen geschaffen werden.⁸⁵⁷



In Anlehnung an: Mather, Intuition vs. Analysis, S. 20.

Abbildung 22: Clusterbildung zur Optimierung der Bedarfsplanung

Die Clusterbildung führt bereits bei der Bedarfsanalyse zu einer Optimierung des aggregierten Bedarfs, da Bedarfsschwankungen innerhalb verschiedener Geschäftsbereiche ausgeglichen werden können. Abbildung 22 verdeutlicht dies grafisch. Während

⁸⁵¹ Vgl. Bomba, Right Space, S. 3; Mather, Occupancy Planning, S. 165. „While facilities are fixed by location and type, space is a fungible resource (like capital), employed in many ways to meet business needs.“ Apgar, Strategic Role, S. 23.

⁸⁵² Vgl. Deeble, Procurement, S. 150; Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 38 und S. 40. Hierbei sind insbesondere auch die Kosten einer Verlagerung zu berücksichtigen. Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 165.

⁸⁵³ Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 175; Cooke, Corporate Real Estate, S. 372.

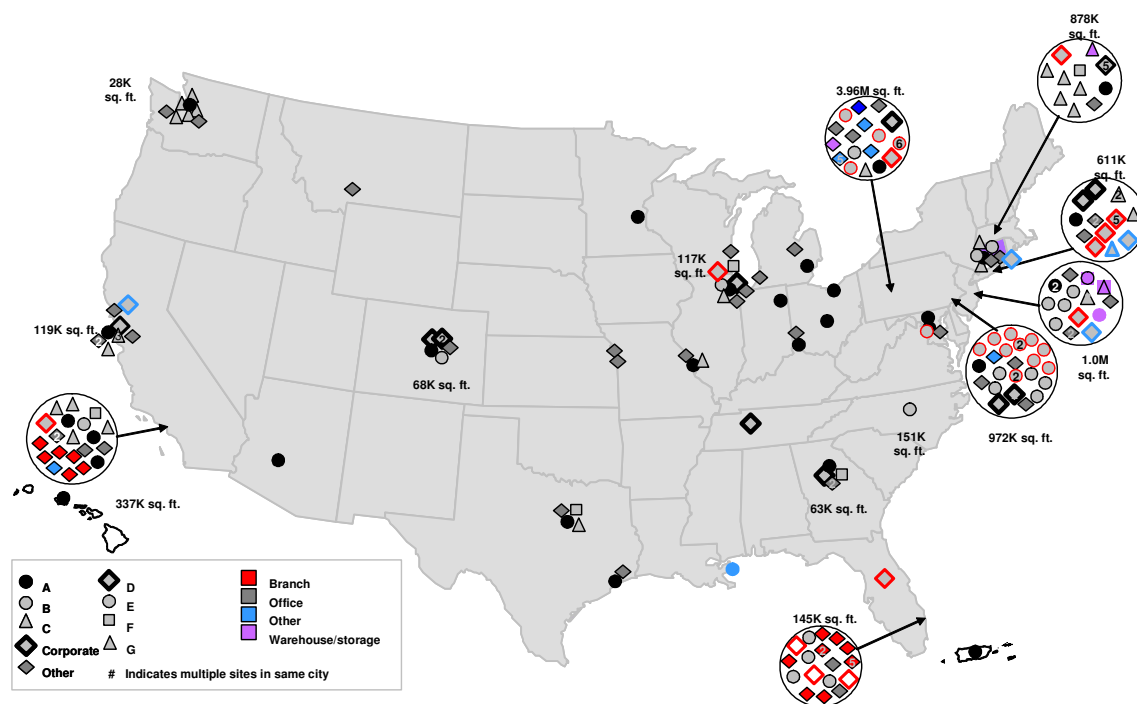
⁸⁵⁴ Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 165. Laut MATHER ist auch eine Clusterbildung nach Aktivitäten wie bspw. deutschlandweite Back-Office-Funktionen oder weltweite Call Centerflächen möglich. Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 165.

⁸⁵⁵ Vgl. Deeble, Procurement, S. 150.

⁸⁵⁶ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 40.

⁸⁵⁷ Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 175.

die separate Planung des Flächenbedarfs angesichts der in der Regel kurzfristig in-flexiblen Immobilienbereitstellung insgesamt in einem umfangreicheren Bedarf resultieren würde, da sich die Geschäftsbereiche angesichts der kurz- bis mittelfristigen Rigidität der Immobilienbereitstellung für den größten Bedarf innerhalb des betrachteten Zeitraums verpflichten müssten,⁸⁵⁸ führt die Clusterung gleichartiger Bedürfnisse an einem Standort bei negativer Korrelation, d.h. gegenläufiger Entwicklung der Geschäftsbereiche insgesamt zu einem niedrigeren Flächenbedarf bzw. -verbrauch.⁸⁵⁹



Source: Corporate Real Estate; BCG analysis

Quelle: Apgar, Deconcentration, S. 53.

Abbildung 23: Clusterbildung zur Identifikation von Möglichkeiten der Standortkonsolidierung

Die Bildung von Clustern kann – kartographisch dargestellt – sehr gut Möglichkeiten der Konsolidierung von Standorten und Möglichkeiten der Verlagerung an günstigere Standorte aufzeigen. Die Planung auf regionaler Ebene stellt das Bindeglied zwischen Portfoliomanagement und Umsetzung auf lokaler Ebene dar.⁸⁶⁰ Abbildung 23 zeigt beispielhaft die Situation eines Großunternehmens, die typisch für viele andere Unter-

⁸⁵⁸ Vgl. Apgar, Strategic Role, S. 23. „Because, in the main, additional space is purchased in blocks, enterprises often find that they are under-or [!] over-utilizing their current space.“ Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 38. Dies ist auf die Eigenschaften der Immobilien als Wirtschaftsgut und Produktionsfaktor zurückzuführen, der nicht beliebig teilbar ist. Vgl. Nourse, Vertical Integration, S. 69.

⁸⁵⁹ Vgl. Deeble, Procurement, S. 150 f.

⁸⁶⁰ Vgl. Apgar, Managing Real Estate, S. 167.

nehmen ist. Am Unternehmenshauptsitz befindet sich etwa die Hälfte der Verwaltungsflächen des Unternehmens, während sich die andere Hälfte einerseits aufgrund einer dezentralisierten Organisationsstruktur, andererseits aber auch aufgrund zahlreicher Akquisitionen auf viele andere Standorte verteilt, da Rationalisierungsmaßnahmen noch nicht umgesetzt wurden. Zudem sind Verwaltungsfunktionen nicht nur auf mehrere Standorte verteilt, sondern oftmals in innerstädtischen Lagen untergebracht, so dass sich Optimierungspotenziale in zweierlei Hinsicht ergeben. Einerseits können Filialen und Büroflächen mit Kundenverkehr an einer geringeren Anzahl innerstädtischer Standorte konzentriert, andererseits Verwaltungsfunktionen an günstigere, evtl. bereits bestehende Standorte verlagert werden.⁸⁶¹

4.1.2 Komponenten des Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Prozesses

Das Corporate Real Estate Portfoliomanagement geht aus von einem vorhandenen Bestand an Unternehmensimmobilien, den es zu optimieren gilt.⁸⁶² Die Verfügbarkeit von Informationen über das Flächenangebot einerseits und den Flächenbedarf der Geschäftseinheiten andererseits ist somit notwendige Voraussetzung jeder Akquisition, Umbaumaßnahme und Desinvestition.⁸⁶³

Die Bedarfsanalyse dient der Angleichung der Immobilienbereitstellung an die strategische Planung des Unternehmens und bildet infolgedessen das „front end of any portfolio management effort“⁸⁶⁴. Der zukünftige Immobilienbedarf der Geschäftseinheiten wird auf Grundlage verschiedener, sich ergänzender Methoden prognostiziert.⁸⁶⁵ Die Bestandsanalyse erfolgt nach immobilienwirtschaftlichen und Nutzungskriterien und dient der strukturierten Darstellung des vorhandenen Portfolios eigener und angemieteter Flächen und der Identifikation von Optimierungspotenzialen.⁸⁶⁶ Diese beiden Komponenten bilden die Grundlage der Ableitung der zukünftigen Bereitstellungsstrategie

⁸⁶¹ Vgl. Apgar, Deconcentration, S. 53.

⁸⁶² Die vollständige Aufgabe von Standorten bzw. Flächen dürfte bei mittleren bis großen Unternehmen eher die Ausnahme als die Regel sein. Dennoch wurden bspw. bei der Deutsche Telekom AG zum Zwecke der Konsolidierung und Kostenreduktion und zur Auslastung der – teilweise leer stehenden – eigenen Immobilien alle externen Anmietverträge gekündigt. Vgl. Interview vom 18.1.2005 mit Herrn Volker Dittmeier, Sireo Real Estate Asset Management GmbH.

⁸⁶³ Vgl. Acoba/Foster, Aligning Corporate Real Estate, S. 149.

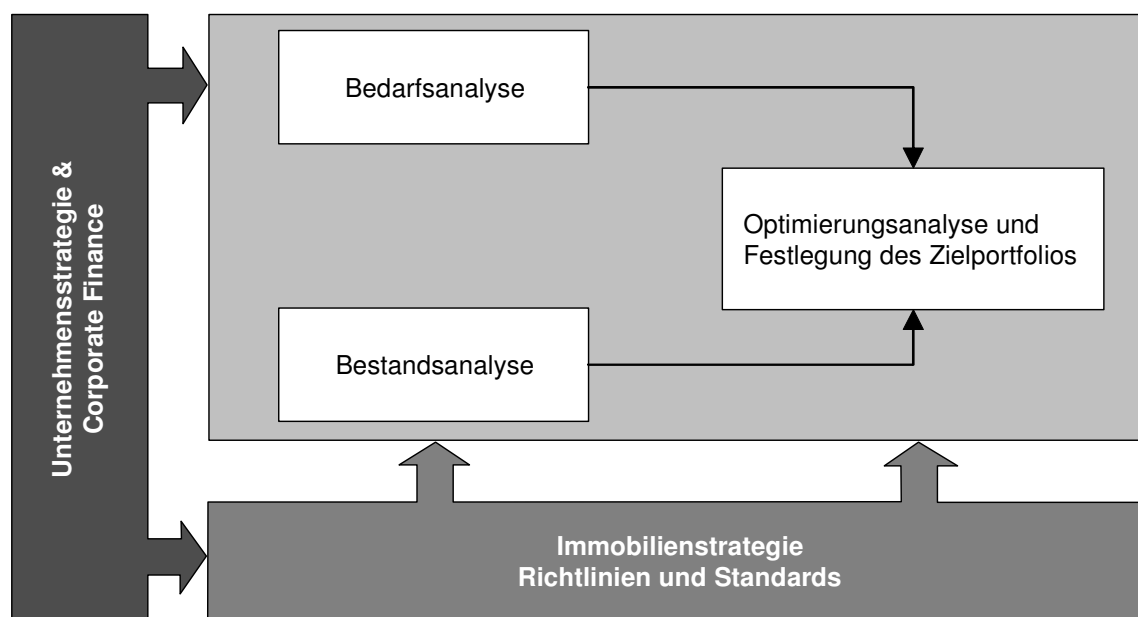
⁸⁶⁴ O'Mara, Demand Forecasting, S. 126.

⁸⁶⁵ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 6.

⁸⁶⁶ Vgl. Acoba/Foster, Aligning Corporate Real Estate, S. 147.

und der Optimierung des Bestands nach Wert-, Kosten- und Risikogesichtspunkten.⁸⁶⁷ Die Optimierungsanalyse beinhaltet die Lückenanalyse zur Aufdeckung der Diskrepanz zwischen zukünftigem Immobilienbedarf und Immobilienbestand und die Ableitung des langfristigen Eigentumsportfolios. Die Lücke zwischen Ist- und Soll- bzw. Zielportfolio ist durch Akquisitions- und Desinvestitionsmaßnahmen im Rahmen des Corporate Real Estate Asset Managements zu schließen. Somit wird im Ergebnis das Verkaufsportfolio bzw. Verwertungsportfolio abgeleitet, dessen Strukturierung zur Ableitung von Desinvestitionsstrategien Gegenstand von Kapitel 5 ist.

Die Basis des Corporate Real Estate Portfoliomanagements (sowie auch der im Rahmen des Asset Managements stattfindenden Maßnahmen zur Anpassung des Immobilienportfolios an die strategischen Erfordernisse des Unternehmens) bildet die Immobilienstrategie mit Richtlinien und Standards, die die Umsetzung der strategischen Zielsetzungen sicherstellen.



Eigene Darstellung.

Abbildung 24: Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Prozess und -Komponenten

Somit sind die wesentlichen Komponenten des Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Prozesses die Bedarfsanalyse, die Bestandsanalyse und die Optimierungs-

⁸⁶⁷ „The keystone is to link ‚business‘ data on customer service, employee productivity, financial performance and operations with ‚facilities‘ data on locations, costs, utilization, design, construction, and value. These linkages, when combined with creative problem-solving, produce fresh insights for top management and build momentum for real estate initiatives. And the analysis of real estate profit economics and key success factors establishes enduring principles for a ‚business‘ approach to corporate real estate [...]“ Apgar, Deconcentration, S. 54.

analyse. Abbildung 24 stellt den Prozess und die Komponenten des Corporate Real Estate Portfoliomanagements grafisch dar.

Dieser Portfoliomanagement-Prozess verbindet die Steuerung des Immobilienportfolios mit den strategischen und finanzwirtschaftlichen Zielsetzungen des Unternehmens. Er dient der Anpassung der Immobilienbereitstellung an den zukünftigen Bedarf und beugt Fehlentscheidungen bzgl. der Immobilienbereitstellung vor.⁸⁶⁸ In Bezug auf die Desinvestition von Unternehmensimmobilien sind dies vor allem Entscheidungen über die Vertragsgestaltung bei der Rückanmietung zu veräußernder Immobilien, aber auch die Vorbeugung der Veräußerung von Immobilien, für die in Zukunft Bedarf seitens des Unternehmens besteht.⁸⁶⁹

4.2 Festlegung der Immobilienstrategie

4.2.1 Strategische Ausgangssituationen des Corporate Real Estate Portfoliomanagements

„The first step is to develop a baseline picture of today's state of the company in terms of corporate direction, business unit drivers and real estate assets and operations.“⁸⁷⁰

Die Festlegung der Immobilienstrategie ist sehr stark abhängig von der unternehmensstrategischen Ausgangssituation, denn die Rolle der Immobilie und ihres Managements unterscheidet sich je nach Lebenszyklus des Unternehmens bzw. Unternehmensbereichs erheblich.⁸⁷¹ Tabelle 13 stellt die unterschiedlichen Immobilienaktivitäten je nach Lebenszyklusphase des Unternehmens dar.

⁸⁶⁸ „Analysis and planning of potential space needs today can prevent major problems in CRE [corporate real estate] portfolios tomorrow.“ Bomba, Right Space, S. 5. „Neben dem Ist-Zustand des Immobilienportfolios ist auch der zukünftige Flächenbedarf eines Unternehmens zu ermitteln. Nur so können Fehlentscheidungen verhindert werden. Etwa in der Form, dass aus der isolierten Betrachtung des Ist-Zustandes Flächen verwertet werden, die schon wenig später im Rahmen der Unternehmensexpansion gebraucht würden. Oder aber, dass aufwendige Neubauvorhaben für Unternehmensaktivitäten angegangen werden, die rückläufig sind oder gar eingestellt werden.“ Braschel/Scheins, Professionelles Immobilienmanagement, S. 12.

⁸⁶⁹ Vgl. Braschel/Scheins, Professionelles Immobilienmanagement, S. 12.

⁸⁷⁰ Lubieniecki/Desrocher, Performance Scorecard, S. 47.

⁸⁷¹ Vgl. O'Mara, Demand Forecasting, S. 132.

Phase	Fokus der Unternehmenstätigkeit	immobilienbezogene Aktivitäten
Einführung (Start-up)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Entwicklung ▪ Marktdurchdringung 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Flächenbeschaffung, -ausstattung und -bewirtschaftung ▪ Kostenkontrolle von untergeordneter Bedeutung
Wachstum	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Verkauf/Produktion: Kundentreue; Steigerung des Marktanteils 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ zügige Flächenexpansion und Marktzutritt, wahrscheinlich international ▪ Flächenbeschaffung unerlässlich für Kontinuität von Produktion oder Erbringung von Dienstleistungen
Reife	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Produktion: Steigerung der Produktionseffizienz; Entwicklung von Nachfolgeprodukten 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kostenkontrolle und Kapitalerfreisetzung durch Outsourcing von Mitarbeitern und Flächen, Sale-Leasebacks, etc.
Degeneration	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Diversifikation in neue Geschäftsfelder 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Maximale Freisetzung der Investitionen ▪ aktives Management des Portfolios, Reorganisation, Verwertung betriebsneutraler Immobilienbestände, Interesse an innovativen Immobilienlösungen, wie strukturierte Sale-Leaseback-Portfoliotransaktionen

In Anlehnung an: Dixon et al., Occupational Futures, S. 9; Weatherhead, Corporate Strategy, S. 35-38.

Tabelle 13: Die Rolle der Immobilie und ihres Managements im Produktlebenszyklus bzw. im Lebenszyklus des Unternehmens

Es gibt vier typische strategische Ausgangssituationen des Corporate Real Estate Portfolio Managements, die sich aus der Situation des Unternehmens ergeben. Folgende Immobilienstrategien resultieren aus der jeweiligen Ausgangssituation.⁸⁷²

- **Wachstumsstrategie**

Wachstumsstrategien werden in Unternehmen umgesetzt, deren Immobilienbedarf schnell bzw. stetig wächst. Ziel der Wachstumsstrategie ist die Sicherung geeigneter Immobilien bzw. die Vermeidung von Engpässen an geeigneten Flächen.⁸⁷³ Darüber hinaus soll die Immobilienbereitstellung sowohl funktional als auch wirtschaftlich verbessert werden.⁸⁷⁴

- **Konsolidierungsstrategie**

Konsolidierungsstrategien sind typisch für Unternehmen, die – häufig infolge von Fusionen und Akquisitionen – in relativ kurzer Zeit an bestimmten Standorten gleichar-

⁸⁷² Vgl. Bomba, Corporate Real Estate Portfolio Management, S. 106 f.

⁸⁷³ Vgl. Weatherhead, Corporate Strategy, S. 37; Lyne, "Space Wars", S. 647.

⁸⁷⁴ Vgl. Bomba, Corporate Real Estate Portfolio Management, S. 106 f.

tige Aktivitäten aufgebaut haben.⁸⁷⁵ In derartigen Situationen liegt der Fokus des Corporate Real Estate Portfolio Managements auf einer Konsolidierung verschiedener Standorte und einer Schrumpfung des Bestands, um Effizienzsteigerungen zu erreichen.⁸⁷⁶ Hierbei geht es nicht notwendigerweise um die Entwicklung nicht mehr benötigter Flächen zur Generierung von Gewinnen, sondern um die zügige Umsetzung von Synergiepotenzialen.⁸⁷⁷ Zahlreiche Unternehmen beabsichtigen eine Konsolidierung ihres Immobilienportfolios und die Zusammenlegung fragmentierter Flächennutzungen.⁸⁷⁸

- **Kostensenkungsstrategie**

Die Kostensenkungsstrategie ist typisch für Unternehmen in reifen Industrien („mature industries“). Häufig stehen solche Unternehmen einem hohen Kostendruck gegenüber und müssen bezüglich der Unternehmensimmobilien sowohl Betriebs- als auch Kapitalkosten einsparen.⁸⁷⁹ Die relativ gute Planbarkeit des Immobilienbedarfs angesichts einer stabileren Geschäftsentwicklung ermöglicht die Umsetzung einer Kostensenkungsstrategie durch die Verlagerung von Unternehmenseinheiten in günstigere Objekte und die Verwertung von hochwertigen Standorten.⁸⁸⁰ Durch die Realisierung des Highest and Best Use von Immobilien, die für das Unternehmen einen geringeren Nutzwert aufweisen als für alternative Nutzungen, kann einerseits Kapital freigesetzt werden; andererseits führt eine Verlagerung an günstigere Standorte zu Kostenreduktionen.⁸⁸¹ Standortverlagerungen zum Zwecke der Kostenreduktion finden häufig auch in einem internationalen Kontext statt.⁸⁸²

- **Repositionierungsstrategie**

Die Repositionierung von Immobilien tritt in Branchen auf, die von einem wesentlichen strukturellen Umbruch geprägt sind, der beispielsweise von einer Veränderung der regulatorischen Rahmenbedingungen, technologischem Fortschritt oder dem Eintritt neuer Wettbewerber ausgeht. Dies resultiert entweder in einem Rückgang oder in einer Veränderung des Flächenbedarfs. In diesen Fällen werden meist An-

⁸⁷⁵ Vgl. Spee/Douw, Location Strategies, S. 33; Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 234 f.; O’Roarty, Flexible Space, S. 71.

⁸⁷⁶ Vgl. Spee/Douw, Location Strategies, S. 33; Bloch, Merger Preparation, S. 14 f. Dies war bspw. auch nach der Akquisition von Amoco Oil durch BP America notwendig. Vgl. o.V., Workplace Performance, S. 33.

⁸⁷⁷ Vgl. Burg, Real Estate Assets, S. 513; o.V., Real Estate Planning, S. 400 und S. 404.

⁸⁷⁸ Vgl. Wilson, Facilities Strategies, S. 30; o.V., CRE Portfolios, S. 11.

⁸⁷⁹ APGAR bezeichnet diese Strategie als „trading down“. Vgl. Apgar, Deconcentration, S. 59.

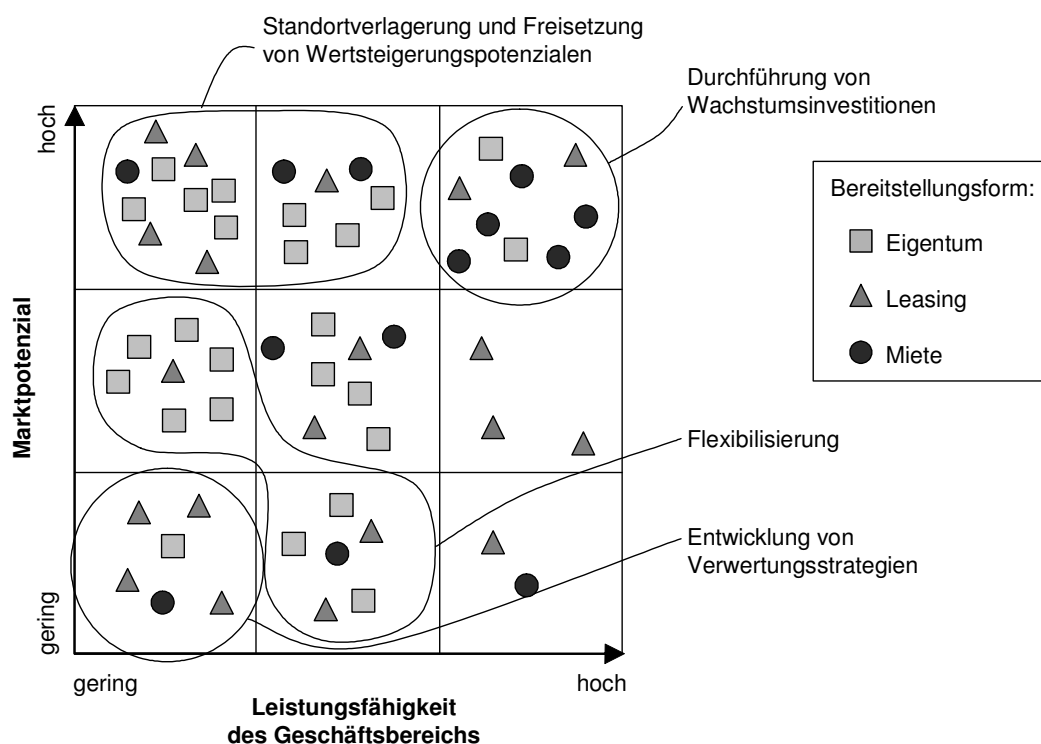
⁸⁸⁰ Vgl. Bomba, Corporate Real Estate Portfolio Management, S. 107.

⁸⁸¹ Vgl. Wilson, Facilities Strategies, S. 30.

⁸⁸² Vgl. Spee/Douw, Location Strategies, S. 30 f. und S. 34.

strengungen zu einer aktiven Verwertung der betriebsneutralen Immobilien unter-
nommen.⁸⁸³

Die Kenntnis der strategischen Positionierung der Geschäftseinheiten bzw. Produkte des Unternehmens bildet die Grundlage einer soliden Corporate Real Estate Portfolio-management-Strategie.⁸⁸⁴ Unterschiedliche strategische Ausgangslagen ziehen sehr unterschiedliche Portfoliostrategien nach sich, wie Abbildung 25 veranschaulicht.⁸⁸⁵ Hierbei ist zu berücksichtigen, dass – sofern die geografischen und Nutzungsaspekte übereinstimmen – Flächen schrumpfender für wachsende Geschäftsbereiche genutzt werden können.⁸⁸⁶



In Anlehnung an: Hughes, Property Portfolio, S. 16.

Abbildung 25: Immobilienportfoliooptimierung nach strategischer Ausgangslage des Unternehmens

⁸⁸³ Vgl. Bomba, Corporate Real Estate Portfolio Management, S. 107.

⁸⁸⁴ Vgl. Wilson, Facilities Strategies, S. 26 f.; Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 228; Hughes, Property Portfolio, S. 16. Um die strategische Positionierung eines Produktes zu evaluieren ist das jeweilige Marktpotenzial der aktuellen oder auch potenziellen Positionierung des Unternehmens bzw. der Geschäftseinheit gegenüberzustellen. Vgl. Wilson, Facilities Strategies, S. 26 f.

⁸⁸⁵ Vgl. Hughes, Property Portfolio, S. 16.

⁸⁸⁶ Vgl. Wilson, Facilities Strategies, S. 30.

Die Optimierung von Immobilienbeständen erfordert demnach je nach Ausgangssituation spezifische Lösungen für die individuellen Anforderungen des Unternehmens auf Basis der jeweiligen Zielsetzungen und Notwendigkeiten. Infolgedessen gibt es nicht eine einzige „Best Practice“, die von allen Unternehmen angewandt werden kann. Das Erkennen dieser relevanten strategischen Treiber hilft der CREM-Einheit, die notwendigen Immobilienstrategien gemäß der Situation des Gesamtunternehmens zu identifizieren und zu priorisieren⁸⁸⁷ und die immobilienstrategische Grundausrichtung – insbesondere bzgl. der „[...] Wahl und Ausgestaltung von Investitions- und Bereitstellungsformen von Immobilien sowie der Art und Weise der Verwertung nicht betriebsnotwendiger Immobilien [...]“⁸⁸⁸ festzulegen.

4.2.2 Instrumente zur Ableitung der Immobilienstrategie

Das Verständnis der strategischen Treiber des Unternehmens ist eine wesentliche Voraussetzung für die Festlegung der Immobilienstrategie und die Optimierung der Immobilienbereitstellung.⁸⁸⁹ Daher ist als Basis des Corporate Real Estate Portfoliomanagements eine Immobilienstrategie festzulegen, die an den wesentlichen Inhalten der Unternehmensstrategie auszurichten ist.⁸⁹⁰ Ob der strategische Fokus des Unternehmens beispielsweise auf Mitarbeiterproduktivität, Kostenkontrolle, Wachstum oder stärkerer Kundenorientierung liegt, hat erheblichen Einfluss darauf, welche Stoßrichtung im Corporate Real Estate Portfoliomanagement einzuschlagen ist und wie die Ziele der Immobilienbereitstellung zu gewichten sind.⁸⁹¹ Der Wertbeitrag des Corporate Real Estate Managements liegt in der direkten Unterstützung der tragenden Elemente der Unternehmensstrategie.⁸⁹² Dies können sein:

- Gewinnung und Bindung der besten Arbeitskräfte,
- Management organischen oder externen Wachstums,
- Erweiterung der Kundenbasis, der Märkte, Produkte und Dienstleistungen,
- Weiterentwicklung der Organisationsstruktur und Unternehmenskultur,
- Markenentwicklung,
- Verbesserung der Arbeitsabläufe und Kommunikation,

⁸⁸⁷ Vgl. Bomba, Corporate Real Estate Portfolio Management, S. 107.

⁸⁸⁸ Schäfers, Strategisches Management, S. 90.

⁸⁸⁹ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 44; Acoba/Foster, Aligning Corporate Real Estate, S. 149.

⁸⁹⁰ Vgl. Osgood, Strategy Alignment, S. 16.

⁸⁹¹ Vgl. Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 229.

⁸⁹² Vgl. Osgood, Strategy Alignment, S. 16.

▪ Kostenreduktion und Risikomanagement.

NOURSE/ROULAC haben die strategischen Treiber der Unternehmenstätigkeit und unterstützende Immobilienstrategien systematisiert. Danach gibt es für die wesentliche treibende Kraft des Kerngeschäfts eine oder mehrere primäre Immobilienstrategien, während andere von sekundärer und tertiärer Bedeutung sind.⁸⁹³ Die identifizierten Zusammenhänge zwischen treibender Kraft und Immobilienstrategie werden in Tabelle 14 dargestellt. Den verschiedenen Immobilienstrategien werden weiterhin operative Immobilienentscheidungen bzgl. Lage, Quantität, Verfügungsrechten, Qualität, Finanzierung etc. zugeordnet, die die Immobilien- und die Unternehmensstrategie optimal unterstützen.⁸⁹⁴

Immobilienstrategie	Treibende Kraft des Unternehmens								
	Produktangebot	Marktanforderungen	Technologie	Produktionstechnik	Marketingmethode	Vertriebsmethode	natürliche Ressourcen	Größe/Wachstum	Ertrag/Umsatz
Minimierung der Bereitstellungskosten	P	T	S	T	S	S	P	P	T
Flexibilität	T	P	P	NA	NA	NA	NA	S	S
Unterstützung der Personalziele	T	T	P	P	T	S	T	S	T
Unterstützung der Werbebotschaft	S	S	S	S	S	P	S	P	S
Unterstützung des Absatzprozesses	S	P	S	S	P	P	S	P	S
Unterstützung der Produktion, des operativen Betriebs und der Erbringung von Dienstleistungen	P	S	S	P	P	P	P	S	S
Unterstützung des Führungsprozesses und der Wissensarbeit	S	S	P	S	T	T	S	S	S
Nutzung des Immobilienwertsteigerungspotenzials des Kerngeschäfts ⁸⁹⁵	NA	NA	NA	NA	NA	P	P	S	P

P = primär; S = sekundär; T = tertiär; NA = nicht anwendbar.

Quelle: Nourse/Roulac, Linking Real Estate Decisions, S. 485.

Tabelle 14: Ausrichtung der Immobilienstrategie an der treibenden Kraft des Unternehmens

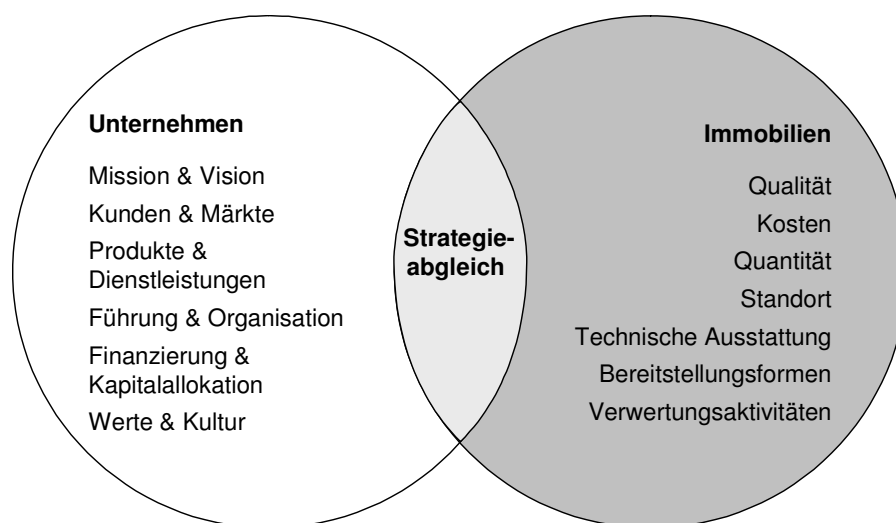
Für Unternehmen, die einem starken Preisdruck ausgesetzt sind, spielt die kostengünstige Bereitstellung von Immobilien eine wesentliche Rolle. Bei Unternehmen, de-

⁸⁹³ Vgl. Nourse/Roulac, Linking Real Estate Decisions, S. 479 und S. 484-486.

⁸⁹⁴ Vgl. vertiefend Nourse/Roulac, Linking Real Estate Decisions, S. 488-491. Eine ähnliche Matrix hat ROULAC mit den strategischen Wettbewerbsvorteilen aufgestellt. Vgl. hierzu Roulac, Corporate Property Strategy, S. 146 f.

⁸⁹⁵ Die Investition in und die Realisierung von Wertsteigerungen anliegender Grundstücke, die erst durch die Ansiedlung eines Unternehmens und dessen Kerngeschäft entstehen, ist typisch für Einzelhandelsunternehmen, aber auch Unternehmen anderer Branchen, die das Umfeld positiv beeinflussen, wie bspw. Freizeitparks. Vgl. bspw. Hazlett, Wal Mart, S. 28; Weimer, Real Estate Decisions, S. 111; Manning, Economics, S. 13.

ren Erfolg maßgeblich von Humankapital abhängig ist, wie beispielsweise Hochtechnologieunternehmen, ist die Bereitstellung einer stimulierenden Arbeitsumgebung entscheidend, während Kosten eine untergeordnete Bedeutung haben.⁸⁹⁶ Zudem sind Entscheidungen bzgl. der Qualität, des Standorts etc. sehr stark abhängig von der jeweiligen Funktion und dem Gebäudetyp.⁸⁹⁷ „Decisions by corporations concerning which real estate strategies to employ and how to employ them, have profound implications for their overall business performance. These corporate real estate strategies are related to and facilitate sources of competitive advantage [...].“⁸⁹⁸ Die Unternehmensleitung muss grundsätzlich „die Rolle der Immobilien als Produktionsfaktor und/oder Produkt des Unternehmens“⁸⁹⁹ klären.



In Anlehnung an: Osgood, Strategy Alignment Model, S. 108.

Abbildung 26: Das „Strategy Alignment Model“

Die Immobilienstrategie folgt aus einem klaren Verständnis der Unternehmensvision und -ziele sowie korrespondierenden Strategien auf Unternehmens- und Geschäftsfeldebene. OSGOOD hat für die Abstimmung der Immobilienstrategie auf die Unternehmensstrategie ein Modell entwickelt, auf Basis dessen die Formulierung der Inhalte der Immobilienstrategie und ihres Beitrags zum Unternehmenserfolg erfolgen kann. Hierbei werden die wesentlichen Elemente der Unternehmensstrategie in Inhalte der Immobilienstrategie und immobilienbezogene Leistungskriterien übersetzt, so dass Ursache-

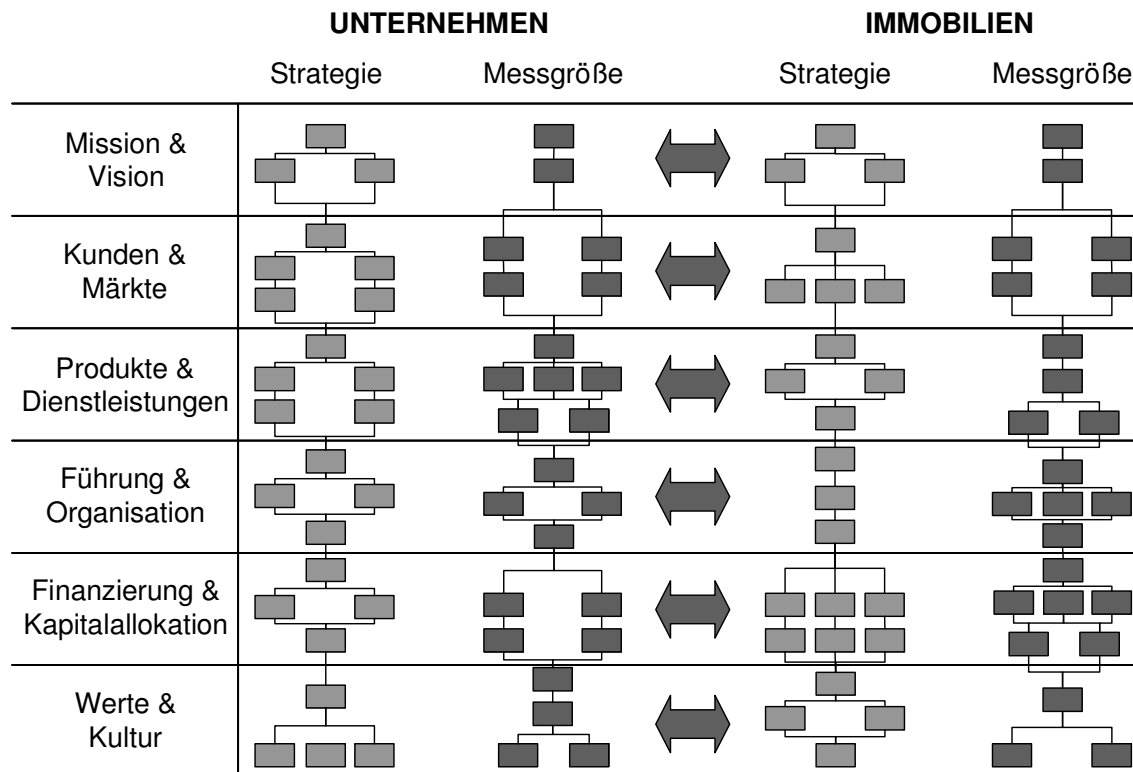
⁸⁹⁶ Vgl. Carn/Black/Rabianski, Operational and Organizational Issues, S. 288.

⁸⁹⁷ Vgl. Nourse, Real Property Performance, S. 437.

⁸⁹⁸ Roulac, Corporate Property Strategy, S. 142.

⁸⁹⁹ Schäfers, Strategisches Management, S. 91.

Wirkungszusammenhänge bestehen und auch gemessen werden können.⁹⁰⁰ Dieses Modell geht aus von fünf wesentlichen Komponenten der Unternehmensstrategie.⁹⁰¹ Abbildung 26 stellt das so genannte „Strategy Alignment Model“ dar.



In Anlehnung an: Osgood, Strategy Alignment Model, S. 109.

Abbildung 27: Die „Strategy Alignment Map“

Als Instrument der Formulierung von Immobilienstrategien und Leistungskriterien dient die so genannte „Strategy Alignment Map“, die in Abbildung 27 dargestellt wird. Die Ziele der Immobilienbereitstellung sind direkt an die Unternehmens- und Geschäftsbereichsziele anzuknüpfen.⁹⁰² Bei wachsenden Geschäftsfeldern könnte dies beispielsweise die Verringerung der Time-to-Market neuer Produkte sein, die durch eine Minimierung der Vorlaufzeit im Rahmen der Immobilienbereitstellung zu unterstützen ist. Die Auswirkungen verschiedener immobilienbezogener Alternativen beschränken sich somit nicht nur auf immobilienbezogene Kosten; beispielhaft soll hier der Einfluss von Flächenkonfigurationen genannt werden, die es erlauben, Produkte schneller auf den Markt zu bringen. Forschung und praktische Erfahrung belegen, dass unterschiedliche

⁹⁰⁰ Vgl. Osgood, Defining Real Estate Strategies, S. 46; Osgood, Strategy Alignment Model, S. 116; Osgood, Strategy Alignment, S. 16 f.

⁹⁰¹ Vgl. Osgood, Strategy Alignment Model, S. 108.

⁹⁰² Vgl. Englert, Strategic Alignment, S. 35. Dies können auf Unternehmensebene bspw. der Return on Net Assets (RONA), der Return on Capital Employed (ROCE) oder der Economic Value Added (EVA) sein. Vgl. Englert, Strategic Alignment, S. 35.

Flächenkonfigurationen die Produktentwicklungsdauer positiv beeinflussen oder negativ beeinträchtigen können.⁹⁰³ Eine Verkürzung der Entwicklungsdauer führt einerseits zu Kostenreduktionen, andererseits zu Umsatzsteigerungen. Eine Verbesserung der Arbeitsplatz- und Flächenkonfigurationen hat in diesem Fall eine wesentlich größere Hebelwirkung auf den Unternehmenserfolg als Flächeneinsparungen pro Mitarbeiter.⁹⁰⁴ Bei reiferen Unternehmen spielt die Kostenreduktion im Allgemeinen eine große Rolle, so dass hier die Bereitstellungskosten durch verschiedene Maßnahmen zu reduzieren sind. Maßgeblich sind dabei zur Steuerung des Immobilienportfolios absolute oder relative Kostenkennziffern. Wird eine Steigerung der Eigenkapitalrendite angestrebt, so spielt das Verhältnis zwischen den Bereitstellungsformen, d.h. das Eigennutzungs-/Fremdnutzungsverhältnis eine wichtige Rolle im Rahmen der Steuerung des Immobilienportfolios. An derartigen Kriterien werden Bestand und Bereitstellungsalternativen im Rahmen des Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Prozesses gemessen.

Sowohl Aspekte der Immobilienstrategie wie beispielsweise bezüglich der Bereitstellungsformen oder der Qualität und Struktur der bereitzustellenden Flächen als auch immobilienbezogene Leistungsgrößen können auch im Rahmen eines Benchmarkings abgeleitet werden, um branchenintern oder auch branchenübergreifend „Best Practices“ zu identifizieren.⁹⁰⁵

Die Struktur der Strategy Alignment Map erlaubt es, die Zusammenhänge zwischen den Komponenten der Unternehmens- und Immobilienstrategie und den korrespondierenden Leistungskriterien bzw. Messgrößen zu visualisieren und die Ursache-Wirkungszusammenhänge aufzuzeigen.⁹⁰⁶ Die Formulierung einer Corporate Real Estate-Vision erlaubt es, die wesentlichen Ziele des Corporate Real Estate Managements auszudrücken. Sie definiert die Rolle der Immobilie innerhalb des Unternehmens und dient als Richtlinie. Um diese Vision zu verwirklichen, sollten jährlich Prioritäten

⁹⁰³ Vgl. Osgood, Strategy Alignment, S. 17 f.

⁹⁰⁴ Vgl. Osgood, Strategy Alignment, S. 17.

⁹⁰⁵ Vgl. Osgood, Benchmarking, S. 304 und S. 307; Keller/Keller, Strategic Efficacy, S. 127 f.; Noha, Benchmarking, S. 511; CREIS, Führungskennzahlen, S. 6 und S. 10. „[...]Benchmarking] ist [...] eine kreative Entdeckungsreise auf der Suche nach den besten Praktiken zur Absicherung eigener Zielsetzungen.“ CREIS, Führungskennzahlen, S. 6. Zum Prozess des Immobilien-Benchmarking vgl. Schäfers, Strategisches Management, S. 118; Noha, Benchmarking, S. 512 f.; CREIS, Führungskennzahlen, S. 15-25.

⁹⁰⁶ Vgl. Osgood, Strategy Alignment Model, S. 107 f. Finanzkennziffern, die zur Performance-Messung auf Ebene des Gesamtunternehmens herangezogen werden, sollten auch im Immobilienmanagement angewandt werden. Vgl. Bon, Immobilienstrategien, S. 195; Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 37 f.

festgelegt werden, die als Motivation für proaktive Verbesserungsmaßnahmen dienen.⁹⁰⁷

Im Rahmen der Festlegung der Immobilienstrategie werden Mess- bzw. Zielgrößen festgelegt, die sich an der Unternehmensstrategie und den auf dieser Ebene festgelegten Mess- bzw. Zielgrößen orientieren.⁹⁰⁸ Diese Größen sollten nicht nur immobilienbezogen (bspw. Fläche pro Mitarbeiter oder Kosten pro m²), sondern in den gleichen Leistungskriterien wie die Unternehmensstrategie ausgedrückt werden (Steigerung des Unternehmenswertes in einem bestimmten Ausmaß durch eine Reduktion der Fläche pro Mitarbeiter oder der Kosten pro m²).⁹⁰⁹ D.h. die mit einer Bereitstellungsstrategie zu erzielenden Kosteneinsparungen beispielsweise sollten nicht nur absolut dargestellt, sondern zum Unternehmenserfolg in Relation gesetzt werden, da es für die Entscheidungsfindung von Relevanz ist, den Einfluss immobilienbezogener Strategien auf den Unternehmenserfolg messen zu können.⁹¹⁰

Die formulierte Immobilienstrategie bzw. immobilienpolitische Grundausrichtung dient als Basis sowohl der Ableitung des Immobilienbedarfs als auch der Auswahl von Bereitstellungsformen, Desinvestitions- und Akquisitionsentscheidungen und anderen Maßnahmen der Portfoliosteuerung wie bspw. der Ableitung von Richtlinien und Standards.⁹¹¹

4.2.3 Festlegung von Richtlinien und Standards als Basis der Strategieumsetzung

Die Immobilienstrategie ist in Richtlinien und Standards zu übersetzen, die bei der Umsetzung sämtlicher immobilienbezogenen Entscheidungen zu berücksichtigen sind. Sie dienen der Vereinheitlichung von Entscheidungsgrundlagen und Maßnahmen, die im

⁹⁰⁷ Vgl. Yontz, Real Estate Function, S. 26. Bei YONTZ findet sich auch eine beispielhafte Formulierung einer Corporate Real Estate-Vision. Vgl. Yontz, Real Estate Function, S. 26 f.

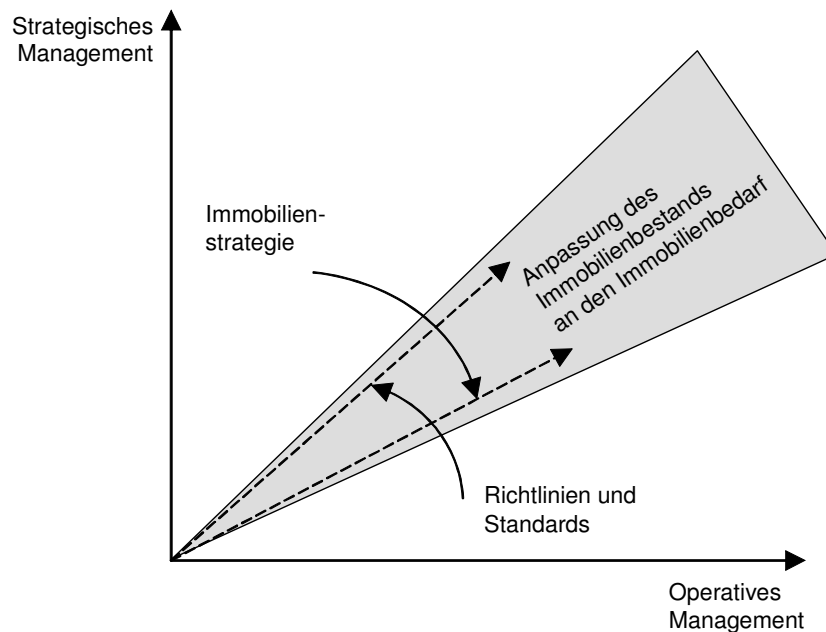
⁹⁰⁸ Vgl. Englert, Strategic Alignment, S. 6; Bon/McMahan/Carder, Property Performance Measurement, S. 210; Schäfers, Strategisches Management, S. 90 f.; Lubieniecki/Desrocher, Performance Scorecard, S. 39. WILSON hat beispielhaft einige typische Kennzahlen zur Messung der Unternehmensperformance den korrespondierenden immobilienbezogenen Kennzahlen gegenübergestellt. Vgl. Wilson, Facilities Strategies, S. 29.

⁹⁰⁹ Vgl. Osgood, Defining Real Estate Strategies, S. 47; Lubieniecki/Desrocher, Performance Scorecard, S. 39; Noha, Benchmarking, S. 512 und S. 514. „[...] the real estate function can set specific targets and communicate these targets to senior management in the business' own language: earnings per share, return on assets, cash flow, and so forth.“ Noha, Benchmarking, S. 512.

⁹¹⁰ Vgl. Bon/McMahan/Carder, Property Performance Measurement, S. 209 f. „The information concerning property performance available to an organization should be arrayed so as to ensure that its management can learn about the consequences of their actions on real property performance, as well as the effect of real property on the overall performance of the organization.“ Bon/McMahan/Carder, Property Performance Measurement, S. 209 f.

⁹¹¹ Vgl. auch Schäfers, Strategisches Management, S. 89-91.

Rahmen der Immobilienbereitstellung und Portfoliosteuerung ergriffen werden.⁹¹² Diese Vereinheitlichung gewährleistet einerseits die portfolioweite Realisierung der Immobilienstrategie und andererseits eine bestmögliche Vergleichbarkeit (vgl. Abbildung 28).⁹¹³



In Anlehnung an: Then, Integrated Resource Management, S. 275; Then, Enabling Resource, ohne Seite.

Abbildung 28: Richtlinien und Standards zur Gewährleistung der operativen Umsetzung der Immobilienstrategie

Richtlinien betreffen grundsätzliche Vorgaben bzgl. der Bereitstellung und Verwertung von Immobilien. Hier werden Prinzipien bezüglich der Bereitstellung durch Eigentum oder Anmietung – gegebenenfalls nach Immobilientyp und Lage⁹¹⁴, bezüglich der präferierten Finanzierungsmethoden eigengenutzter Immobilien, der angestrebten Bilanzierung und Besteuerung, des Umgangs mit Risiken im Zusammenhang mit Prognoseunsicherheiten des Immobilienbedarfs und weitere Grundsätze festgelegt, die Ausdruck der immobilienpolitischen Grundhaltung sind.⁹¹⁵ Auch grundsätzliche Entschei-

⁹¹² Vgl. Duckworth, Planning and Control, S. 496; van der Schaaf/de Puy, CRE Portfolio Management, S. 150 f. So sollte beispielsweise die Strategie, eine Team-basierte Kultur zu schaffen und die Zusammenarbeit der Mitarbeiter durch offenere Büroräume zu fördern, durch die Definition neuer Flächen- und Raumstandards gefestigt werden, die bei zukünftigen Bereitstellungsentscheidungen zu berücksichtigen sind. Vgl. Yontz, Real Estate Function, S. 28.

⁹¹³ „[...] much of the value is tied to implementing a consistent approach to decision making.“ Arend, Portfolio Structuring, S. 262. Vgl. auch Wheeler et al., Performance Judgements, S. 11; Then, The Role of Real Estate Assets, S. 275; Then, Integrated Resource Management, S. 466; Then, Enabling Resource, ohne Seite; Helling, Rationalise, S. 87; Noha, Benchmarking, S. 518 f.; Stone Sellers/Thomas, Cost, S. 17.

⁹¹⁴ Vgl. Arend, Portfolio Structuring, S. 262.

⁹¹⁵ Vgl. Deeble, Procurement, S. 151; Mount, Strategic Facilities Planning, S. 3.

dungen, in welchem Ausmaß eine aktive Verwertung durchgeführt werden soll, welche Risiken dabei einzugehen und welche Prioritäten zu setzen sind, fließen in die Richtlinien ein.

Prozessstandards⁹¹⁶ geben die Vorgehensweise bei Akquisitionen und Projektentwicklungen, aber auch bei Desinvestitionen, insbesondere bei der Entscheidungsfindung über und Durchführung von aktiven Wertsteigerungsstrategien vor.⁹¹⁷

Die Vorgabe von Designstandards wie Flächen- oder Raumstandards und Arbeitsplatzstandards dient neben der Planung des Flächenbedarfs⁹¹⁸ der Vereinheitlichung von Bereitstellungsentscheidungen. Häufig werden Flächenstandards insbesondere auch als Instrument zur Verringerung der Immobilienbereitstellungskosten eingeführt.⁹¹⁹ Arbeitsplatzstandards erhöhen zudem die Flexibilität, da sie den Umzug von Mitarbeitern in zeitlicher und kostenmäßiger Hinsicht erheblich erleichtern.⁹²⁰ Diese Flexibilität kann erhöht werden, indem möglichst viele Flächen des Unternehmens eine möglichst hohe Verwendbarkeit von möglichst allen Funktionen aufweisen; dieses Ziel ist offensichtlich von Unternehmen mit geringem Bedarf für spezifische Flächen leichter zu erreichen.⁹²¹ Daneben dienen Flächen- und Arbeitsplatzstandards als Instrumente der Bedarfsanalyse und Bereitstellungsplanung.⁹²² Die Flächenartendefinitionen sind je nach Art des Unternehmens vorzunehmen, um den Ansatz des Portfoliomanagements an die jeweiligen Gegebenheiten anzupassen.

Flächenstandards legen typische Größen und Grundrisse für Büroräume und Konferenzräume fest.⁹²³ Im Rahmen der Bestimmung von Flächenstandards sollte eine

⁹¹⁶ Prozessstandards gewinnen insbesondere auch angesichts verschärfter Corporate Governance-Regelungen an Relevanz. Vgl. Laws, Corporate Governance, S. 7 und S. 11.

⁹¹⁷ Vgl. Mount, Strategic Facilities Planning, S. 1; Arend, Portfolio Structuring, S. 262. Prozessstandards sind notwendig, um einen „[...] more streamlined decision approval process and a more efficient planning process as benefits of emphasizing on strategy.“ (Arend, Portfolio Structuring, S. 262) zu gewährleisten. Shell Real Estate hat bspw. ein Informationssystem eingerichtet, das weltweit anzuwendende Richtlinien für wesentliche Funktionen wie Mietvertragsverhandlungen, Konsolidierungen von Büroflächen etc. enthält. Vgl. Kadzis, Shell Real Estate, ohne Seite.

⁹¹⁸ Vgl. Mount, Strategic Facilities Planning, S. 3.

⁹¹⁹ Vgl. Wist, Office Space, S. 24; Mather, Intuition vs. Analysis, S. 34.

⁹²⁰ Vgl. Keller/Keller, Strategic Efficacy, S. 128; Acoba/Foster, Aligning Corporate Real Estate, S. 155; Mather, Intuition vs. Analysis, S. 19; Mather, Occupancy Planning, S. 175; Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 14. Bei Sun Microsystems bspw. wurden für knapp 200.000 m² Fläche und 6.000 Mitarbeiter lediglich fünf Standards für persönliche Arbeitsplätze festgelegt, um eine größtmögliche Flexibilität zu erreichen. Zudem werden überwiegend Personen und nur in Ausnahmefällen Möbel umgezogen. Vgl. Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 14.

⁹²¹ Vgl. Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 14.

⁹²² Vgl. Acoba/Foster, Aligning Corporate Real Estate, S. 155.

⁹²³ Vgl. Keller/Keller, Strategic Efficacy, S. 143.

Konzentration auf den aus der Geschäftstätigkeit des Unternehmens resultierenden Bedarf stattfinden. Für eine sinnvolle Definition sollten Arbeitsprozesse analysiert,⁹²⁴ korrespondierende Flächeneigenschaften (nutzbare Fläche, Raumtyp, Nutzung) identifiziert und daraus unterschiedliche, konsistente Flächenkategorien wie Einzelflächen, Gemeinschaftsflächen, Nebenflächen und Flächentypen wie Büro, Lager, Labor, etc. abgeleitet werden.⁹²⁵ Es gibt laut OSGOOD beispielsweise acht Ablaufmuster und korrespondierende Flächengrundrisse, die Produktentwicklungsprozesse optimal unterstützen.⁹²⁶ Die Definition von Flächenkategorien ist auch im Rahmen der Performance-Messung von Bedeutung.

Auch Kriterien der Standortwahl sollten standardisiert werden, um die einheitliche zukunftsgerichtete Beurteilung sowohl bestehender als auch neuer Standorte zu erlauben.⁹²⁷ Zu den wesentlichen Standortfaktoren zählen Nähe zu Kunden und Zulieferern, Transportkosten, Infrastruktur, Immobilienmarktangebot, Verfügbarkeit von Arbeitskräften etc.,⁹²⁸ wobei letzteres Kriterium langfristig besonderer Aufmerksamkeit bedarf.⁹²⁹

⁹²⁴ Vgl. Yontz, Real Estate Function, S. 28 f. YONTZ hat typische Formen der Büroarbeit bezüglich Arbeitsabläufen, Interaktion, Nutzung, Team- und Meetinggröße, Frequenz der Nutzung und Bedarf für technologische Ausstattung systematisiert. Vgl. Yontz, Real Estate Function, S. 29. Vgl. auch Russell, Property Puzzle, S. 44. Die Analyse von Arbeitsprozessen und Kommunikationsstrukturen hat das Quickborner Team bereits Anfang der siebziger Jahre des letzten Jahrhunderts als Basis der Büroflächengestaltung herangezogen. Vgl. Conrath, Communications Environment, S. 590. Das Unternehmen unter der Führung von Dieter Jäger hat das so genannte Office Landscaping und die „organisatorische Gebäudeplanung“ entwickelt und die wissenschaftliche Beschäftigung mit der Büroarbeitswelt geprägt. Vgl. Friedemann, Büroraumplaner, S. 47.

⁹²⁵ Vgl. o.V., Workplace Performance, S. 33 f.; Pritchard/Bell, Portfolio Management, S. 186. „At Fidelity we have begun to emphasize ‚mass customization‘ for our most dynamic businesses. [...] We look at the business processes and identity [!] a finite set of physical attributes; we then use this menu of options to customise space for each group. One group, for example may need a lot of teaming space. This model is drawn from manufacturing, where you try to give the customer a lot of choices while still retaining efficiency and scale.“ Pritchard/Bell, Portfolio Management, S. 186.

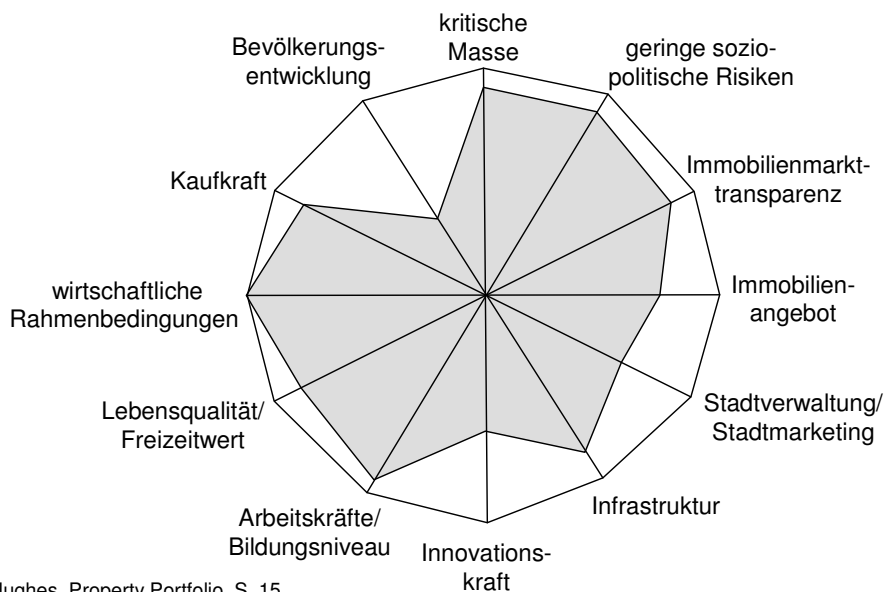
⁹²⁶ Vgl. Osgood, Strategy Alignment Model, S. 116.

⁹²⁷ Vgl. Donovan, Location, S. 35; Noha, Benchmarking, S. 514; Mount, Strategic Facilities Planning, S. 4. „State-of-the-art companies have developed processes, work teams and databases to continually monitor enterprise-wide location of corporate operations. [...] Location is viewed as an ongoing management priority versus a periodic challenge to address when a new facility becomes necessary.“ Donovan, Location, S. 35.

⁹²⁸ Vgl. Donovan, Location, S. 36. Manning/Rodriguez/Ghosh haben eine umfassende Systematisierung von Kriterien zur Beurteilung eines Standorts aufgestellt. Vgl. hierzu Manning/Rodriguez/Ghosh, Location Strategy, S. 323.

⁹²⁹ Vgl. Donovan, Location, S. 36; Bomba/Samuells, Labor-Based Portfolio Strategy, S. 1 und S. 6; Spee/Douw, Location Strategies, S. 38; Barovick/Steele, Decision Process, S. 357 und S. 360.

Abbildung 29 stellt beispielhaft die Beurteilung eines Standorts anhand mehrerer Kriterien dar.⁹³⁰



Quelle: Hughes, Property Portfolio, S. 15.

Abbildung 29: Jones Lang LaSalle „City Cobweb“ zur Standortbewertung

Weitere Standards bzgl. Bereitstellungsentscheidungen sind beispielsweise Standardmietverträge, die einerseits der Kontrolle der Umsetzung der Immobilienstrategie, andererseits jedoch auch der Vergleichbarkeit von Angeboten dienen.⁹³¹

Sowohl Prozess- als auch Design- und andere Standards können im Rahmen eines Best Practice-Benchmarkings ermittelt werden.⁹³² Nachdem die grundsätzliche Immobilienstrategie definiert und Richtlinien, Standards und Leistungsgrößen abgeleitet wurden, kann der eigentliche Portfoliomanagement-Prozess durchgeführt werden, der mit der Analyse des existierenden Immobilienbestands beginnt.

⁹³⁰ Standortentscheidungen unterscheiden sich je nach Unternehmensfunktion und Geschäftstätigkeit erheblich und sind angesichts der Vielzahl zu berücksichtigender (immobilienfremder) Faktoren ein komplexer Prozess, der im Rahmen dieser Arbeit bestenfalls angerissen werden kann. Zu detaillierten Darstellungen vgl. Spee/Douw, Location Strategies, S. 30-38; Yang/Lee, Decision Model, S. 244-248; Rabianski/DeLisle/Carn, Site Selection, S. 176-180; Barovick/Steele, Decision Process, S. 357-362; Hajidimitriou/Georgiou, International Site Selection Decisions, S. 88-92; Rutherford/Mobley, Offshoring, S. 87-95 sowie Brown/Lapides/Rondeau, Forms and Procedures, S. 233-310. Bei HAJIDIMITRIOU/GEORGIU finden sich eine Literaturübersicht und entsprechende Hinweise auf weiterführende Literatur. Vgl. Hajidimitriou/Georgiou, International Site Selection Decisions, S. 88.

⁹³¹ Unterschiedliche Angebote sind im Rahmen einer Angebotsnivellierung anzupassen, um die Vergleichbarkeit herzustellen. Vgl. hierzu Schneiders, Wirtschaftliche Due Diligence, S. 22.

⁹³² Vgl. Noha, Benchmarking, S. 514; Yontz, Real Estate Function, S. 28 f.

4.3 Bestandsanalyse von Unternehmensimmobilien

4.3.1 Übersicht

Der erste Schritt des Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Prozesses ist die Erfassung des Bestands an Unternehmensimmobilien und dessen Bewertung aus technischer und wirtschaftlicher Perspektive.⁹³³ Die Bestandsanalyse ist eine wesentliche Voraussetzung für die Steuerung des Immobilienportfolios.⁹³⁴

Inhalt und Zweck der Bestandsanalyse ist einerseits die strukturierte Darstellung des Status Quo durch die Erfassung und Strukturierung des Bestands nach entscheidungsrelevanten Kriterien. Andererseits dient sie der Identifikation von Optimierungspotenzialen⁹³⁵ auf Basis der Ermittlung und Beurteilung der Funktionalität und Effizienz der Unternehmensimmobilien und deren Nutzungsintensität. Weiterhin erfolgt eine Ermittlung möglicher alternativer Nutzungen, die dem Wert der gegenwärtigen Nutzung gegenübergestellt werden.⁹³⁶ Optimierungsmaßnahmen umfassen die Steigerung der Nutzungsintensität durch verschiedene Maßnahmen wie Einführung oder Erweiterung neuer Arbeitsplatzkonzepte, die Einführung strikterer Flächenstandards,⁹³⁷ Standortverlagerungen (die Verlagerung eines oder mehrerer Standorte an einen neuen Standort), Standortkonzentrationen (die Zusammenlegungen von Standorten an einen bestehenden Standort), Redvelopments und Refurbishments von Bestandsimmobilien für die Eigennutzung sowie die Desinvestition bzw. Verwertung betriebsnotwendiger und betriebsneutraler Immobilien.⁹³⁸

Im Rahmen der Bestandsanalyse können verschiedene Instrumente genutzt werden, unter anderem auch, um Prioritäten für Optimierungsmaßnahmen abzuleiten.⁹³⁹ Für die Ermittlung der Auslastung eignet sich das Benchmarking von Kennzahlen. Für die

⁹³³ Vgl. Wonner, Wertsteigerung, S. 16.

⁹³⁴ Vgl. Duckworth, Planning and Control, S. 497.

⁹³⁵ „[...] optimal strategic positioning of the company necessitates the optimal utilisation of all resources. Particularly in times when increasingly sophisticated advantages over the competition in property resources can be achieved, a detailed analysis of property resources is a prerequisite for the formulation of an effective corporate strategy.“ Pfnür/Armonat, Conflict, S. 322.

⁹³⁶ „We can and should look at each and every asset and see if there are ways in which it can add value[...]“ Arend, Portfolio Structuring, S. 262.

⁹³⁷ Vgl. Gibson, Flexible Space, S. 18; Kaczmarczyk, Financial Impact, S. 119 f. und S. 122.

⁹³⁸ Vgl. Wist, Office Space, S. 24; Apgar, Managing Real Estate, S. 162; Knopp, Bedarfs- und Optimierungsplanung, S. 24; Wonner, Wertsteigerung, S. 18.

⁹³⁹ Shell Real Estate hat ein Immobilien-Informationssystem eingeführt, das Performance-Daten des Immobilienportfolios so filtern kann, das ein Ranking der Immobilien nach Kosten aufgestellt werden kann, da das System mit Marktdaten verknüpft ist. Auf Basis dieser Informationen können proaktive Optimierungsmaßnahmen ergriffen werden, um die Gesamtleistung des Portfolios zu verbessern. Vgl. Kadzis, Shell Real Estate, ohne Seite.

Feststellung der Effektivität der genutzten Flächen oder der Bereitstellungsform kann die Matrix-Portfolioanalyse herangezogen werden, die den Bestand nach zwei oder mehr Kriterien strukturiert, so dass Normstrategien abgeleitet werden können bzw. der Handlungsbedarf transparent dargestellt werden kann.

4.3.2 Erfassung relevanter Bestandsdaten

Im Rahmen der Bestandsanalyse werden insbesondere

- objektbezogene Daten wie bauökonomische Kennzahlen, Objekt- und Standortcharakteristika sowie Baureserven,
- die gegenwärtig vorliegende Nutzung und die mögliche Nutzung (Highest and Best Use),
- Verfügungsrechte (Eigentum, Leasing oder Miete) und Mietvertragsstrukturen, d.h. Restvertragslaufzeiten, Verlängerungsoptionen, Kündigungsoptionen und entsprechende Zeitpunkte,
- Bilanzdaten,
- Marktdaten und
- Kosten nach Kostenstrukturen

erfasst.⁹⁴⁰

Darüber hinaus werden auch quantitative Nutzungsdaten benötigt, um Effizienz und Effektivität der vorliegenden Nutzung beurteilen zu können. Tabelle 15 stellt die wesentlichen Bestandsdaten zusammenfassend dar. Aus diesen ergeben sich die Nutzungsmöglichkeiten der Objekte, d.h. ihre physische Eignung für verschiedene Zwecke.⁹⁴¹ Auch die Möglichkeiten der Anpassung und damit einhergehende Kosten sind zu erheben, denn bei der Optimierungsanalyse sind auch Instandhaltungs- und Instandsetzungsaufwendungen zu berücksichtigen.⁹⁴²

⁹⁴⁰ Vgl. O'Mara, Demand Forecasting, S. 124; Mackay/Kessler-Park, Disposal of Special-Purpose Assets, S. 11 f.; Braschel/Scheins, Professionelles Immobilienmanagement, S. 12; Joroff, Rationalise, S. 92. „On the supply side, best practice organisations have refined their descriptions to include not just space commitments through owned properties and leases but also options for expansion and contraction in leased properties and potential construction.“ Mather, Occupancy Planning, S. 167.

⁹⁴¹ Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 183.

⁹⁴² Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 183.

	Eigentum	Miete	
Objektdaten	Lage, Größe, Objekttyp/Nutzungsart, Flächenaufteilung, Alter, Zustand, Baureserven (GFZ, GRZ)	Lage, Größe, Objekttyp/Nutzungsart, Flächenaufteilung, Zustand	Angebot
Finanzdaten (je m² und Jahr)	Instandhaltungskosten, Bewirtschaftungskosten, Ertrag, Buchwert, Abschreibungen, Verkehrswert	Miete, Restlaufzeit, Optionen	
Nutzungsdaten	derzeitige Nutzung, Leerstand, Eigennutzungsquote, Umzugsrate, Bewirtschaftungskosten	derzeitige Nutzung, Leerstand, Eigennutzungsquote, Umzugsrate	Nachfrage
Geschäftsdaten	Umsatz, Kosten, Personaldaten (Tätigkeit, Arbeitszeiten etc.)	Umsatz, Kosten, Personaldaten (Tätigkeit, Arbeitszeiten etc.)	
Marktdaten	Angebot, Nachfrage, Absorption, Bodenrichtwerte	Angebot, Nachfrage, Absorption, Marktmiete	Alternativen

Eigene Darstellung.

Tabelle 15: Systematisierung der relevanten Bestandsdaten

4.3.3 Kennzahlenanalyse und Benchmarking zur Identifikation von Optimierungspotenzialen im Bestand

4.3.3.1 Zweck von Performance-Messung und Benchmarking

Die Kennzahlenanalyse und Performance-Messung ist wesentlicher Bestandteil des Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Prozesses; sie stellt als Abbildung des Ist-Zustands den Ausgangspunkt für die Portfoliooptimierung und die Bewertung von Optimierungsmaßnahmen dar.⁹⁴³ Die Schaffung eines Bezugspunktes durch unternehmensinternes oder -externes Benchmarking ermöglicht „anhand geeigneter Vergleichsindikatoren eine relative Bestimmung der strategischen Ausgangslage des unternehmenseigenen Immobilien-Portfolios und seines Managements“⁹⁴⁴, die Identifikation von Leistungslücken und die Ableitung und Priorisierung von Optimierungsmaßnahmen.⁹⁴⁵ Die Performance-Messung kann wesentlich zur Identifikation von Optimie-

⁹⁴³ Vgl. Varcoe, Performance Measurement, S. 118 und S. 123.

⁹⁴⁴ Schäfers, Strategisches Management, S. 116 f.

⁹⁴⁵ Vgl. Noha, Benchmarking, S. 512; Duckworth, Planning and Control, S. 497; Weatherhead, Corporate Strategy, S. 160. „Benchmarking allows companies to quantify real estate performance, often for the first time.“ Noha, Benchmarking, S. 512. „While performance measures allow real estate executives to identify and prioritize areas of opportunity, the goal of the benchmarking process is to identify best practices and processes that will actually improve performance.“ Noha, Benchmarking, S. 512.

rungspotenzialen beitragen, indem sie sichtbar macht, ob Maßnahmen zur Konzentration, Untervermietung oder Desinvestition erforderlich sind.⁹⁴⁶

Benchmarking ist auf Ebene des Gesamtportfolios, auf Ebene von Subportfolios und auf Ebene einzelner Objekte möglich.⁹⁴⁷ Die Performance des Portfolios sollte mit der Zielsetzung gemessen werden, den Charakter des Gesamtbestands durch kontinuierliche Verbesserungsmaßnahmen zu verändern.⁹⁴⁸ Mit der Performance-Messung auf Ebene des gesamten Portfolios (bei großen Portfolios ist auch eine Clusterbildung denkbar), d.h. auf einer stark aggregierten Ebene können Leistungslücken am schnellsten identifiziert werden.⁹⁴⁹ Das Management von Anpassungsvermögen und Flexibilität sollte ebenfalls nicht auf einzelne Objekte begrenzt, sondern auf den Gesamtbestand gerichtet sein.⁹⁵⁰

In einem zweiten Schritt sollten die Leistungen mit den größten Potenzialen z.B. im Rahmen eines Prozess-Benchmarkings detailliert untersucht werden.⁹⁵¹ Es ist zu unterscheiden zwischen Leistungsgrößen, die sowohl auf einzelne Objekte als auch auf das Portfolio angewendet werden können und solchen, deren Anwendung nur auf Portfolioebene sinnvoll ist. Letzteres ist in Bezug auf Non-Property Companies insbesondere das Lease-to-Own-Verhältnis. Dies gilt jedoch auch beispielsweise für den Anteil betriebsneutraler Objekte am Gesamtbestand (wenn man von leer stehenden Flächen innerhalb eines Objektes absieht), die Zusammensetzung nach Nutzungsarten und Standorten oder die aggregierten Mietvertragslaufzeiten und -verpflichtungen.

⁹⁴⁶ Vgl. Wonner, Wertsteigerung, S. 18; Knopp, Bedarfs- und Optimierungsplanung, S. 24.

⁹⁴⁷ Vgl. Lubieniecki/Desrocher, Performance Scorecard, S. 45; Mather, Occupancy Planning, S. 167; Kahn, Lease Management, S. 373. Auf die grundsätzlichen Probleme des Benchmarkings wie Vergleichbarkeit etc. sowie den Benchmarking-Prozess soll im Rahmen dieser Arbeit nicht näher eingegangen werden. Hierzu wird auf weiterführende Quellen verwiesen, die diese Inhalte im Detail darstellen. Zum Prozess des Immobilien-Benchmarkings vgl. Schäfers, Strategisches Management, S. 116-120 sowie CREIS, Führungskennzahlen, S. 15-25. Zur Problematik der Vergleichbarkeit vgl. Schäfers, Strategisches Management, S. 121; Bon, Principles, S. 10; Bon, Immobilienstrategien, S. 192 und S. 194; Bon/McMahan/Carder, Property Performance Measurement, S. 210 und S. 212; Pfnür, Immobilienmanagement, S. 121 f.; Wist, Office Space, S. 24 f.

⁹⁴⁸ „The key objective is to improve the overall performance of the portfolio by shifting the average performance in the direction of improvement, as well as to tighten the variation around the average performance.“ Bon, Principles, S. 10. Vgl. auch Apgar, Managing Real Estate, S. 167.

⁹⁴⁹ Vgl. CREIS, Führungskennzahlen, S. 10.

⁹⁵⁰ Vgl. Bon, Principles, S. 10.

⁹⁵¹ Vgl. CREIS, Führungskennzahlen, S. 10.

Weiterhin kann ein Benchmarking unternehmensintern, im Vergleich zu Wettbewerbern oder branchenübergreifend zu Best-Practice-Unternehmen durchgeführt werden.⁹⁵² Eine Orientierung an Industriestandards allein ist nicht sinnvoll. Vielmehr sollte eine unvoreingenommene Analyse des Flächenbedarfs und der Bereitstellungskosten stattfinden, die anhand externer Benchmarks überprüft werden können.⁹⁵³ Die Reduzierung auf einen zeitlichen oder Soll/Ist-Vergleich birgt jedoch mittel- bis langfristig die Gefahr von Wettbewerbsnachteilen, da unter Umständen die Notwendigkeit zur Ergreifung von Maßnahmen nicht erkannt wird.⁹⁵⁴ Andererseits weisen die Immobilienbestände von Unternehmen – abhängig von der Industriezugehörigkeit – eine starke Heterogenität verschiedener Nutzungs- und Flächenkategorien auf, die die Vergleichbarkeit erschweren oder verhindern.⁹⁵⁵ BON/McMAHAN/CARDER und APGAR sind daher der Ansicht, dass vergleichenden Betrachtungen zwischen Unternehmen gegenüber dem unternehmensinternen Immobilien-Benchmarking zwar eine wichtige, jedoch sekundäre Bedeutung beigemessen werden sollte.⁹⁵⁶ Die Konzentration auf das unternehmensinterne Benchmarking setzt jedoch eine Mindestgröße des Portfolios voraus.⁹⁵⁷

4.3.3.2 Schwierigkeiten der Performance-Messung

Die Performance-Messung ist im Corporate Real Estate Management sowohl in absoluter als auch in relativer Hinsicht wesentlich schwieriger als die Messung der Performance von Renditeimmobilien.⁹⁵⁸ Während die Messung der Auslastung – auf Basis eines angemessenen Informationssystems – noch relativ einfach und direkt möglich ist,

⁹⁵² Vgl. Lubieniecki/Desrocher, Performance Scorecard, S. 45; Mather, Occupancy Planning, S. 167; Kahn, Lease Management, S. 373.

⁹⁵³ Vgl. Apgar, Managing Real Estate, S. 174.

⁹⁵⁴ Vgl. CREIS, Führungskennzahlen, S. 3.

⁹⁵⁵ Vgl. Schäfers, Strategisches Management, S. 121; Bon/McMahan/Carder, Property Performance Measurement, S. 210; Pfnür, Immobilienmanagement, S. 121 f. Dies belegt auch eine Studie der Royal Institution of Chartered Surveyors und des Beratungsunternehmens Gerald Eve, wonach die Nutzungsdichte bei Großraumbüros höher ist als bei Einzelbüros. Vgl. Wist, Office Space, S. 24 f.

⁹⁵⁶ Vgl. Bon/McMahan/Carder, Property Performance Measurement, S. 209 und S. 214; Apgar, Deconcentration, S. 54.

⁹⁵⁷ CREIS, Führungskennzahlen, S. 7. SCHÄFERS spricht in diesem Zusammenhang von einem „dispersen“ Portfolio. Vgl. Schäfers, Strategisches Management, S. 120.

⁹⁵⁸ Vgl. McDonagh, Performance, S. 1 f. „[...] corporate real estate outputs are usually the internal inputs to another part of an overall process. [...] As such they are likely to be closely tied to the nature of the organization, may have no market in which pricing or performance comparisons can be made and therefore be very difficult to measure across a range of differently structured and focused organizations.“ McDonagh, Performance, S. 2. Der Auffassung von McDONAGH, dass die Performance des Corporate Real Estate Managements am besten anhand der Institutionalisierung des Corporate Real Estate Managements innerhalb des Unternehmens gemessen werden kann, wird hier nicht gefolgt. Vgl. hierzu McDonagh, Performance, S. 5 f. Vielmehr handelt es sich dabei um eine wesentliche Voraussetzung der Leistungsfähigkeit.

ist die Messung der Funktionalität von Immobilien wesentlich komplexer und schwieriger.⁹⁵⁹ Infolgedessen konzentriert sich Performance-Messung in der Praxis häufig nahezu ausschließlich auf finanzwirtschaftliche Kennzahlen aus immobilienwirtschaftlicher Perspektive, insbesondere Kosten.⁹⁶⁰ Qualitative Aspekte der Immobilien aus Sicht der Unternehmenseinheiten werden oftmals nur unzureichend berücksichtigt, obwohl sie großen Einfluss auf Funktionalität und Flexibilität des Bestands und damit auf die Wettbewerbsposition des Unternehmens haben können.⁹⁶¹ Die Möglichkeit der Performance-Messung ist sehr stark abhängig von der Art der Tätigkeit und der Fläche, d.h. der Einfluss der Immobilie auf die Produktivität ist in einigen Sektoren besser messbar als in anderen. Dies liegt zum einen an der zeitlichen Nähe des Feedbacks, zum anderen an anderen Einflüssen, die die Messung erschweren. Während bei Einzelhandelsunternehmen die Messung der Immobilien-Performance in Umsatz pro m², der nicht nur vom Warenangebot und der Servicequalität, sondern insbesondere auch von der Lage und Beschaffenheit der Immobilie abhängt, kontinuierlich gemessen werden kann, ist eine Messung des Beitrags von Büroflächen zum Unternehmenserfolg bereits deutlich schwerer und im Falle komplexerer Tätigkeiten kaum mehr möglich.⁹⁶²

Das Augenmerk sollte unbedingt auch auf den Nutzwert der Immobilie gerichtet sein, um zu bestimmen, ob eine Nutzung in Zukunft noch in Frage kommt.⁹⁶³ Auf die reine

⁹⁵⁹ Vgl. Duffy, Gap, S. 385; Wheeler et al., Performance Judgements, S. 12.

⁹⁶⁰ Vgl. Varcoe, Performance Measurement, S. 118.

⁹⁶¹ Vgl. Gibson/Hedley, Information and Performance Measurement, S. 11; van der Schaaf/de Puy, CRE Portfolio Management, S. 153 f.; Allard/Barber, Aligning Real Estate, S. 214 und S. 220. „The range of issues addressed by the measurement set was thereby typically rather narrow and ‚property‘ and not ‚business‘ value dominated [...]“ Varcoe, Performance Measurement, S. 118. „What does achieving superior performance mean? Since definitions of superior performance are based on business objectives and strategies, they often vary between companies. [...] once operating needs have been satisfied (these may include flexibility and productivity), there are two key priorities for superior performance: reducing occupancy costs; and using less capital in real estate, allowing investment of the savings more profitably in other areas of the business.“ Noha, Benchmarking, S. 514. Immobilien können bspw. durch die Schaffung von Kommunikationsmöglichkeiten (insbesondere informelle Kommunikation), kurze Wege, eine Förderung der Mitarbeitermotivation durch ein angenehmes Arbeitsklima, eine Reduktion der Mitarbeiterfluktuation, eine Reduktion der Krankheitstage, etc. zu einer höheren Produktivität beitragen. Vgl. Haynes et al., Property, S. 23 f.; Arend, Competitive Advantage, S. 78. Informelle Gespräche unter Entwicklungsingenieuren haben bspw. bei Sun Microsystems häufig zur Entwicklung produktiver Ideen geführt. Vgl. Ettorre, Strategic New World, S. 45. Infolgedessen kann die Flächeneffektivität bspw. mit Kennzahlen wie der Frequenz der Kommunikation und der Gemeinschaftsfläche pro Mitarbeiter gemessen werden. Vgl. Allen, Architecture and Communication, S. 1-26; o.V., Workplace Performance, S. 33.

⁹⁶² Vgl. S. 22 f. „[...] there is no way to quantify worker productivity, which is the essential point of corporate real estate.“ Arend, Competitive Advantage, S. 78. Zu den Schwierigkeiten und Versuchen der Messung der Performancemessung der Wissensarbeit vgl. auch Kaczmarczyk/Murtough, Performance, S. 168.

⁹⁶³ Vgl. van der Schaaf/de Puy, CRE Portfolio Management, S. 153.

Kostenbeurteilung der Immobilien sollte daher eine ganzheitliche und wertorientierte Analyse folgen.⁹⁶⁴ Somit kommt der Auswahl von Messgrößen eine wesentliche Bedeutung für die Portfoliosteuerung zu.

4.3.3.3 Auswahl von Performance-Messgrößen

Die Auswahl von Performance-Messgrößen ist insbesondere dann, wenn ein Vergleich zu anderen Beständen stattfinden soll, schwierig.⁹⁶⁵ Standard-Messgrößen für die Messung der Portfolio-Performance existieren nicht.⁹⁶⁶

Es gibt eine Vielzahl von Messgrößen, aus der die wesentlichen ausgewählt werden müssen.⁹⁶⁷ Grundsätzlich ist zu unterscheiden zwischen finanzwirtschaftlichen und leistungswirtschaftlichen Kriterien. Abbildung 30 stellt die wesentlichen Größen übersichtlich dar. Zu den in der Praxis am häufigsten herangezogenen Kennzahlen gehören die Fläche je Mitarbeiter, Kosten je Mitarbeiter, Kosten je Flächeneinheit, Leerstandsrate, Umzugskosten, Return on Assets, Verhältnis zwischen Immobilienkosten und Umsatz oder Gewinn, Mitarbeiterzufriedenheit, Verhältnis zwischen Immobilienkosten und Betriebskosten sowie Verhältnis zwischen offenen und geschlossenen Arbeitsflächen.⁹⁶⁸ Die in der Praxis angewandten Größen dienen verschiedenen Zwecken, so dass für eine zielgerichtete Überwachung und Steuerung des Gesamtbestands nicht alle grundsätzlich geeignet sind. Zudem sind diese Kennzahlen nicht von gleichrangiger Bedeutung für die Portfoliosteuerung und weisen zum Teil Redundanzen auf.

Die auszuwählenden Kennzahlen sollten der Überwachung und Steuerung der Performance des Bestands im Zeitverlauf und dem Vergleich zur Portfolio-Performance anderer Unternehmen, Geschäftsbereiche oder Teilportfolios dienen.⁹⁶⁹ Bei der Auswahl

⁹⁶⁴ Vgl. Wonner, Wertsteigerung, S. 32.

⁹⁶⁵ „The challenge is to identify appropriate performance measures and then define terms that permit apples-to-apples comparisons.“ Noha, Benchmarking, S. 513. „Die größte Schwierigkeit bei der Durchführung von Benchmarking-Prozessen im betrieblichen Immobilienmanagement stellt die Auswahl und Abstimmung von Leistungsbeurteilungsgrößen dar.“ Pfnür, Immobilienmanagement, S. 120.

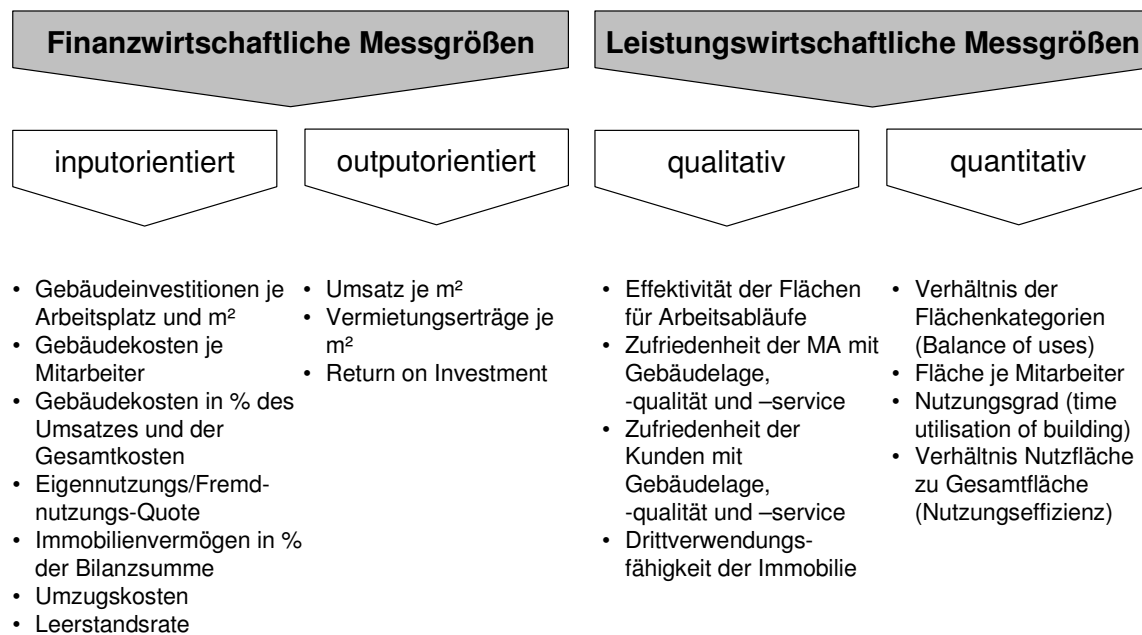
⁹⁶⁶ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 30.

⁹⁶⁷ Vgl. Lubieniecki/Desrocher, Performance Scorecard, S. 42. Eine Aufstellung immobilienbezogener Performance-Messgrößen findet man bei McCourt/Holland/Hunter, Performance Ratios, S. 3-25; Parker, Performance, S. 252-254; Padavano, Benchmarking, S. 147 und S. 149; Gibson et al., Needs & Choices, S. 8; Kaczmarczyk/Murtough, Performance, S. 166; CREIS, Führungskennzahlen, S. 10-15 sowie S. 20 f.; Nourse, Real Property Performance, S. 436; Varcoe, Performance Measurement, S. 128 f.

⁹⁶⁸ Vgl. Avis/Gibson, Real Estate Resource Management, Seitenangabe nicht möglich, sowie Lambert/Poteete/Waltch, High-Performance, Seitenangabe nicht möglich, zitiert nach Weatherhead, Corporate Strategy, S. 160 f.; Gibson et al., Needs & Choices, S. 8; Osgood, Benchmarking, S. 303.

⁹⁶⁹ Vgl. Lubieniecki/Desrocher, Performance Scorecard, S. 42; McDonagh, Performance, S. 6.

von Performance-Kennzahlen ist die Fokussierung auf wenige aussagefähige Schlüsselindikatoren und -messgrößen in einer sinnvollen Aggregationsstufe zielführend.⁹⁷⁰



In Anlehnung an: Schäfers, Strategisches Management, S. 119.

Abbildung 30: Finanzwirtschaftliche und leistungswirtschaftliche Messgrößen

Die Performance-Messung sollte so erfolgen, dass sowohl der Erfolg von Verbesserungsmaßnahmen als auch die Wirkung auf die Performance des Gesamtunternehmens gemessen werden können.⁹⁷¹ „At the senior CRE level, these measurements should provide a picture of the performance of the total portfolio.“⁹⁷² Wesentlich für die Auswahl angemessener Performance-Kennzahlen ist somit die Verknüpfung zu Leistungskriterien auf Ebene der Unternehmensstrategie.⁹⁷³ Für Banken beispielsweise spielt das Verhältnis zwischen Aufwendungen und Ertrag eine wesentliche Rolle für die Wettbewerbsfähigkeit. Infolgedessen sollte auch die Immobilienbereitstellung an dieser

⁹⁷⁰ „The best benchmarking focuses on just a few key issues that help tell a compelling story of how land and building can help or hinder core business objectives.“ Osgood, Strategy Alignment Model, S. 116. Vgl. auch CREIS, Führungskennzahlen, S. 10 sowie S. 21; Lubieniecki/Desrocher, Performance Scorecard, S. 42; McDonagh, Performance, S. 6.

⁹⁷¹ Vgl. Bon, Principles, S. 10.

⁹⁷² Lubieniecki/Desrocher, Performance Scorecard, S. 45.

⁹⁷³ Vgl. Varcoe, Performance Measurement, S. 119. Zur Auswahl von Leistungsindikatoren in der Praxis bzw. zur Umsetzung eines sektorspezifischen Immobilien-Benchmarkings vgl. bspw. Hedley/Smith/Whelan, Property Performance Indicators, S. 180 f. DUCKWORTH und VARCOE haben ebenfalls Schemata zur Bestimmung der für ein Unternehmen relevanten Performance-Kennzahlen aufgestellt. Vgl. Duckworth, Planning and Control, S. 500-504; Varcoe, Performance Measurement, S. 123 f. Diese Vorgehensweisen funktionieren ähnlich wie die im Rahmen dieser Arbeit bereits dargestellte Ableitung immobilienbezogener Zielgrößen im Rahmen der Festlegung der Immobilienstrategie. Vgl. dazu Abschnitt 4.2 Festlegung der Immobilienstrategie.

Größe gemessen werden.⁹⁷⁴ Ein deutlicheres Beispiel ist das Unternehmen British Airways. Hier wird die Performance der Geschäftsbereiche in Kosten pro Passagierkilometer und in Kosten pro Tonnenkilometer gemessen. Infolgedessen werden auch die Kosten für Flächen in Terminals und Frachtzentren in diesen Einheiten gemessen, mit Wettbewerbern verglichen und gesteuert.⁹⁷⁵ Für Banken ist jedoch auch die Erreichbarkeit des Kunden ein wesentliches Erfolgskriterium; daher sollte der Bestand der Filialgebäude auch an qualitativen Kriterien wie Erreichbarkeit mit öffentlichen Verkehrsmitteln, Verfügbarkeit von Parkplätzen und Qualität des Umfelds bewertet werden, bevor Desinvestitionsentscheidungen getroffen werden.⁹⁷⁶

Da die Erhebung von Daten zudem zeitaufwendig ist und Kosten verursacht, sollte die Auswahl der Performance-Indikatoren nach der Zweckmäßigkeit für den jeweiligen Immobilienbestand und die zugrunde liegende Immobilienstrategie erfolgen, damit die Entwicklung in geringeren Zeitintervallen gemessen werden kann.⁹⁷⁷ Die wesentlichen Messgrößen des Corporate Real Estate Portfoliomanagements müssen alle wesentlichen Aspekte der Steuerung berücksichtigen. Um zu gewährleisten, dass auf Unternehmensebene ein Portfoliovergleich auf einer hohen Aggregationsstufe stattfinden kann, gleichzeitig aber auf Ebene des Facilities Managements Messgrößen bewertet werden können, sollten die Kennzahlen sowohl hierarchisch als auch nach unternehmens-, standort- und gebäudebezogenen Kennzahlen gegliedert werden.⁹⁷⁸

Die Analyse von Ursachen der festgestellten Unterschiede ist ein wesentlicher Bestandteil des Benchmarking-Prozesses.⁹⁷⁹ Folglich sollte auch eine Orientierung an bereits bestehenden Benchmarks erfolgen, die regelmäßig erhoben werden. Im Laufe der vergangenen Jahre haben einige Institutionen und Dienstleistungsunternehmen Defini-

⁹⁷⁴ Bei der Royal Bank of Scotland bspw. liegt der strategische Fokus auf einer ständigen Verbesserung des Aufwand/Ertrag-Verhältnisses. Somit ist ein wesentliches strategisches Ziel der Corporate Real Estate-Einheit die Reduktion der immobilienbezogenen Kosten. Vgl. Kadzis, Royal Bank of Scotland's Structured Culture of Innovation, ohne Seite.

⁹⁷⁵ Vgl. Bon/McMahan/Carder, Property Performance Measurement, S. 212.

⁹⁷⁶ Vgl. van der Schaaf/de Puy, CRE Portfolio Management, S. 154. Vgl. auch Apgar, Deconcentration, S. 54 f.

⁹⁷⁷ Vgl. Bon, Principles, S. 10; Bon, Immobilienstrategien, S. 191.

⁹⁷⁸ Vgl. CREIS, Führungskennzahlen, S. 20 f.

⁹⁷⁹ Vgl. Schäfers, Strategisches Management, S. 121.

tionen formuliert und entsprechende Daten gesammelt.⁹⁸⁰ Der IDRC⁹⁸¹ hat beispielsweise im Rahmen einer Studie verschiedene Kennzahlen für die Performance-Messung im Corporate Real Estate Management ermittelt.⁹⁸² Als Messgrößen für die Beurteilung der Immobilienbereitstellung zieht der IDRC das Verhältnis zwischen angemieteten und eigengenutzten Immobilien⁹⁸³, Umsatz pro Mitarbeiter, Fläche pro Mitarbeiter sowie Umsatz je Flächeneinheit heran.⁹⁸⁴ Die Corporate Real Estate-Forschung hat jedoch bislang kaum Erkenntnisse zur tatsächlichen Bedeutung, Anwendung und Wesentlichkeit von Kennzahlen hervorgebracht.⁹⁸⁵

Für die Beurteilung der Performance des Immobilienbestands bzw. des Corporate Real Estate Portfolio Managements, d.h. die Beurteilung des Immobilienbestands in qualitativer und quantitativer Hinsicht und in Bezug auf die Bereitstellungsstrategie werden folgende Messgrößen vorgeschlagen:

- Nutzungs- und Kosteneffizienz

Die Bereitstellungskosten je Mitarbeiter⁹⁸⁶ spiegeln die Portfolio-Performance am akkuratesten wider. Andere gängige Kennzahlen wie Kosten je Flächeneinheit und Fläche je Mitarbeiter sind in dieser Messzahl indirekt enthalten (vgl. Abbildung 31). Die Performance-Kennzahl Bereitstellungskosten je Mitarbeiter berücksichtigt sowohl das Kostenmanagement als auch die Effizienz der Immobiliennutzung⁹⁸⁷ und wird variierenden Arbeitsplatz-Konfigurationen gerecht.⁹⁸⁸

⁹⁸⁰ Dazu gehören die Occupiers Property Databank (OPD), CoreNet Global (ehemals IDRC und NACORE), die Building Owners and Managers Association (BOMA), das Institute of Real Estate Management (IREM), Lease Audit & Analysis Services (LAAS), die Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) sowie zahlreiche Immobilienberatungsunternehmen wie Jones Lang LaSalle und CREIS Real Estate Solutions, die über umfangreiche immobilienbezogene Daten verfügen. Vgl. Burg, Real Estate Assets, S. 514; McCourt/Holland/Hunter, Performance Ratios, S. 1 sowie insbesondere S. 14-21; Pfnür, Immobilienmanagement, S. 120; Osgood, Benchmarking, S. 304; Jones Lang LaSalle, Flächenkennziffern, S. 1-5; Jones Lang LaSalle, Büronebenkostenanalyse, S. 4-18; CREIS, Business Excellence in Real Estate, ohne Seite; Wist, Office Space, S. 3-33.

⁹⁸¹ Heute: CoreNet Global.

⁹⁸² Vgl. hierzu McCourt/Holland/Hunter, Performance Ratios, S. 2-25.

⁹⁸³ Vgl. hierzu Punkt 3.4.2 Eigentumsverhältnisse an Unternehmensimmobilien im internationalen und im Branchenvergleich.

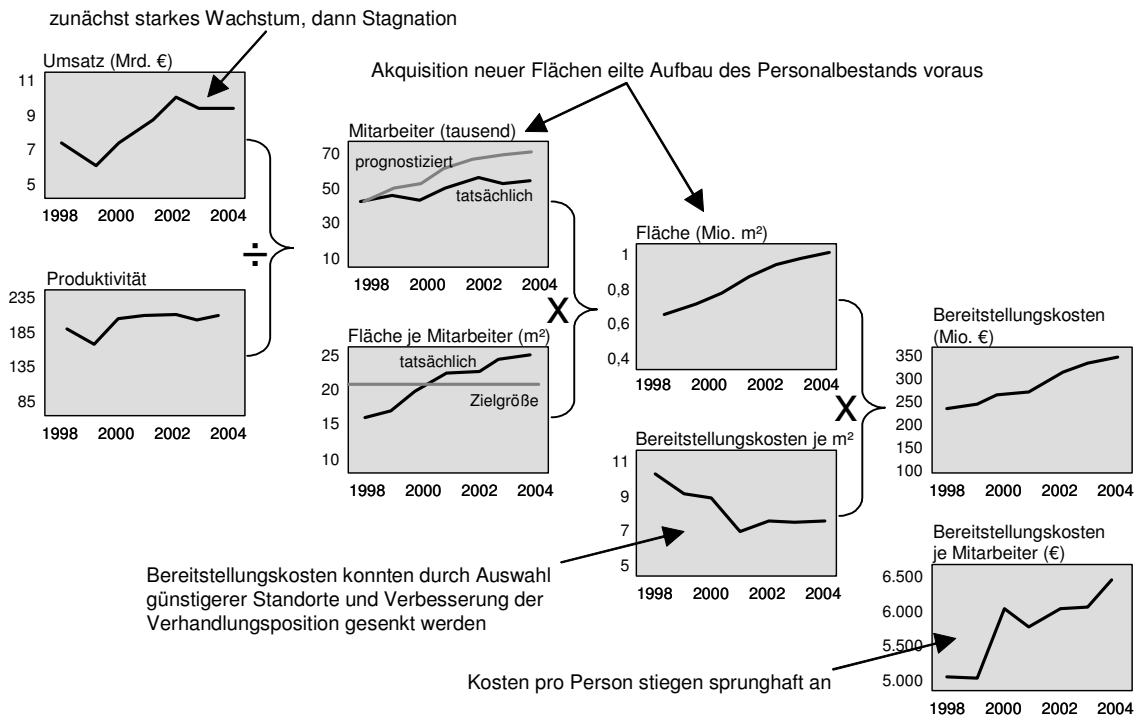
⁹⁸⁴ Vgl. vertiefend McCourt/Holland/Hunter, Performance Ratios, S. 2-13 sowie S. 22-25.

⁹⁸⁵ Vgl. Lubieniecki/Desrocher, Performance Scorecard, S. 42.

⁹⁸⁶ Gemeint sind Vollzeitmitarbeiter.

⁹⁸⁷ Vgl. Lubieniecki/Desrocher, Performance Scorecard, S. 43.

⁹⁸⁸ Vgl. Kaczmarczyk, Financial Impact, S. 118; Mather, Occupancy Planning, S. 167 f.; Noha, Benchmarking, S. 514. Um einen umfassenden Vergleich zu Serviced Offices zu gewährleisten, sind bei den Kosten pro Mitarbeiter auch Kosten für Informationstechnologie und Telekommunikation zu berücksichtigen. Vgl. Kaczmarczyk, Financial Impact, S. 118. Die General Services Agency veröffentlicht den „Cost per Person“-Benchmark auf jährlicher Basis. Vgl. Kaczmarczyk, Financial Impact, S. 18.



In Anlehnung an: Mather, Occupancy Planning, S. 168.

Abbildung 31: Aufschlüsselung der Komponenten der Performance-Kennzahl Bereitstellungskosten pro Mitarbeiter

Häufig erfolgt bei der Entscheidung über die Immobilienbereitstellung eine Orientierung an kurzfristigen Ergebniszielen. So werden bei Bereitstellungsentscheidungen statt der vollständigen Kosten über den Lebenszyklus der betreffenden Immobilie bzw. über die gesamte Vertragslaufzeit lediglich die jährlichen Kosten berücksichtigt. Dies resultiert in der Vernachlässigung der mit der Immobilienbereitstellung einhergehenden Risiken des Bedarfswegfalls.⁹⁸⁹ Die Performance-Messung – insbesondere zum Vergleich verschiedener Bereitstellungsformen – muss weiterhin sämtliche Kostenbestandteile der Immobilienbereitstellung einbeziehen. Sofern auch Bereitstellungsformen in die Auswahl einbezogen werden, die Serviceleistungen zum Bestand haben, müssen auch diese ins Kalkül einbezogen werden. Die Kosten der eigentlichen Bereitstellung durch Eigentum oder Anmietung machen etwa die Hälfte der gesamten Bereitstellungskosten

⁹⁸⁹ Vgl. Gibson et al., Needs & Choices, S. 29. Die generelle Orientierung der Unternehmensplanung an kurzfristigen Zielen erschwert es Immobilienverantwortlichen ohnehin ein klares und rationales Rahmenwerk für immobilienbezogene Entscheidungen zu entwickeln. Vgl. Gibson et al., Needs & Choices, S. 29.

(Total Occupancy Costs⁹⁹⁰) aus. Die andere Hälfte der Kosten setzt sich zusammen aus Kosten für Infrastruktur und Serviceleistungen.⁹⁹¹

Um Prioritäten für die Bestandsoptimierung abzuleiten, können die Bereitstellungskosten auch zum Betriebsergebnis ins Verhältnis gesetzt werden. Auf diese Weise können unwirtschaftliche Nutzungen identifiziert und eliminiert werden.⁹⁹² Somit erfolgt die Immobilienbereitstellung nicht nur nach Industriestandards, sondern nach der Wirtschaftlichkeit.⁹⁹³

▪ Effektivität der Bereitstellungsformen

Die Effektivität der Bereitstellungsformen kann durch die Entwicklung der Bereitstellungskosten je Mitarbeiter oder die Entwicklung der Fläche pro Mitarbeiter bzw. der Leerstandsrate⁹⁹⁴ gemessen werden. Unterliegen diese Größen im Zeitverlauf wesentlichen Schwankungen, so kann daraus geschlossen werden, dass die Bereitstellungsstrategien keine ausreichende Flexibilität gewährleisten.

Auch ein Vergleich zu Branchenunternehmen kann Aufschluss über die Angemessenheit von Bereitstellungsstrategien geben. Ein Vergleich zwischen dem Verhältnis zwischen angemieteten und eigengenutzten Flächen (Fremd-/Eigennutzung)⁹⁹⁵ sowie der Volatilität der Fläche je Mitarbeiter kann aufzeigen, welches Verhältnis zwischen Bereitstellung durch Eigentum und Anmietung optimal ist. Wird mit einer wachsenden Unsicherheit der Unternehmensentwicklung gerechnet, bietet sich zudem ein Vergleich zu Unternehmen aus Branchen mit einer höheren Volatilität an, um zukünftige Bereitstellungsentscheidungen zu treffen.

⁹⁹⁰ „Information on true occupancy costs, and especially whole life costs, is frequently not available and standard codes for comparative costing of true occupancy costs have only appeared last year [2001] on either side of the Atlantic. [...] The OPD Occupancy [cost] code is more precise on Property and FM costs. The US Government Office of Real Property's cost per person model incorporates a better treatment of IT costs with a view to evaluating flexible working developments in an integrated manner.“ Price, Productivity, S. 3.

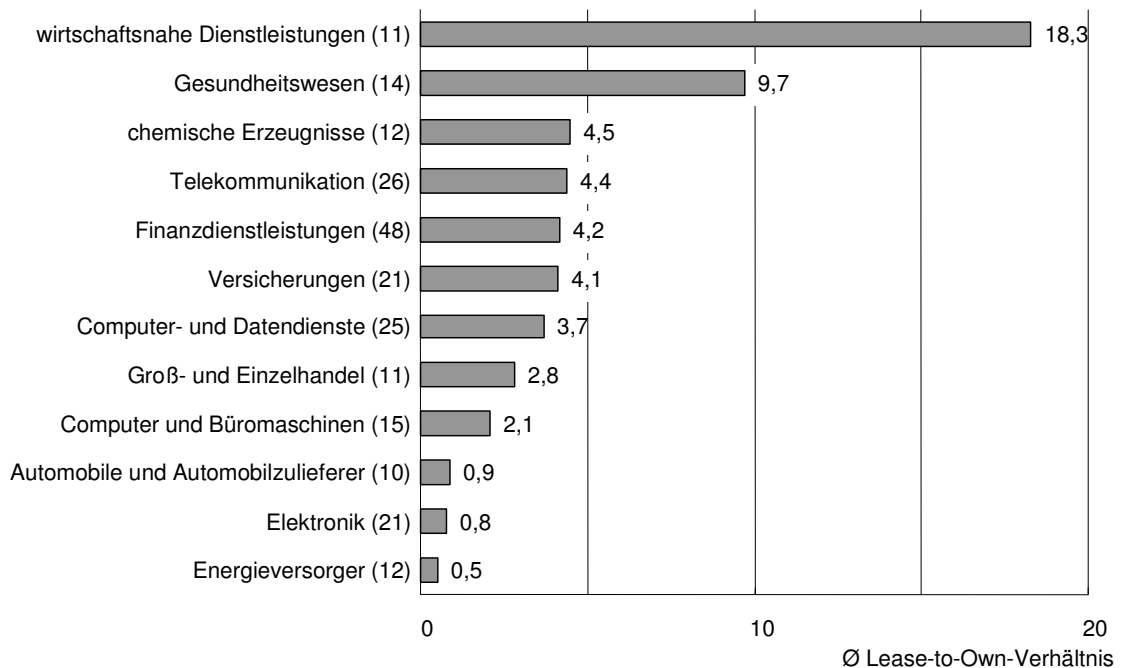
⁹⁹¹ Vgl. Gibson et al., Needs & Choices, S. 4.

⁹⁹² Die Chemical Bank nutzt diese Kennzahl zur Überwachung der Immobilienbereitstellung. Vgl. Apgar, Managing Real Estate, S. 162.

⁹⁹³ „Affordability drives decisions about occupancy strategy and cost control; affordability is determined by considering a business unit's profit structure and competitive situation, not by conforming to market and industry standards.“ Apgar, Managing Real Estate, S. 174.

⁹⁹⁴ Vgl. Varcoe, Performance Measurement, S. 129.

⁹⁹⁵ Vgl. CREIS, Führungskennzahlen, S. 20.



Quelle: McCourt/Holland/Hunter, Performance Ratios, S. 4.

Abbildung 32: Fremdnutzungs-/Eigennutzungsquote (Lease-to-Own-Verhältnis) im Branchenvergleich

Die in Abbildung 32 dargestellte Messgröße kann für die Beurteilung der relativen Flexibilität eines Immobilienportfolios herangezogen werden.⁹⁹⁶ Unternehmen mit einer höheren Anmietungsquote könnten in der Lage sein, ihre Immobilienbereitstellung schneller und kostengünstiger an veränderte Bedürfnisse anzupassen als Wettbewerber mit einer niedrigeren Quote.⁹⁹⁷

Da Immobilien erhebliche Mittel binden und ein wesentliches finanzwirtschaftliches Asset darstellen, sollten auch die Auswirkungen der Immobilienbereitstellung auf die Finanzkennzahlen und die Finanzierungskosten bei der Identifikation von Optimierungspotenzial berücksichtigt werden. Dabei sind nicht nur die Wirkungen der Bereitstellungsalternativen auf die Bilanz, sondern auch auf die Gewinn- und Verlustrechnung zu berücksichtigen.⁹⁹⁸

▪ Effektivität der bereitgestellten Immobilien

Die qualitative Beurteilung von Immobilien dient ebenfalls der Identifikation von Optimierungspotenzialen im Bestand.⁹⁹⁹ Die Messung der Effektivität der bereitgestellten Immobilien dient der Sicherstellung der optimalen Flächenversorgung. Bei der Bewer-

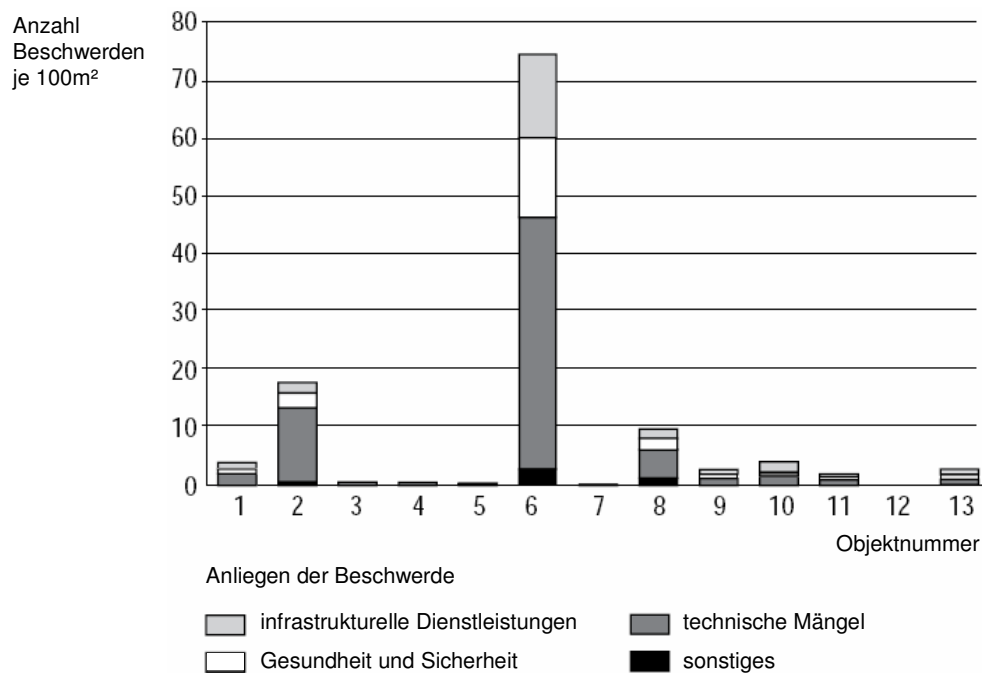
⁹⁹⁶ Vgl. Parker, Performance, S. 252.

⁹⁹⁷ Vgl. Parker, Performance, S. 252 und S. 254.

⁹⁹⁸ Vgl. Lubieniecki/Desrocher, Performance Scorecard, S. 43 f.

⁹⁹⁹ Vgl. Lubieniecki/Desrocher, Performance Scorecard, S. 44.

tung der Effektivität geht es insbesondere um Faktoren wie Flächenkonfiguration, Verhältnisse zwischen den verschiedenen Flächenkategorien etc., aber auch um die Qualität des Standorts.¹⁰⁰⁰ Die Effektivität bemisst sich weiterhin nach Faktoren wie Mitarbeiterzufriedenheit, Produktivität und Mitarbeitertreue.¹⁰⁰¹ Durch qualitative Veränderungen der Flächenversorgung können Verbesserungen der Produktivität einzelner Mitarbeiter und ganzer Teams herbeigeführt werden.¹⁰⁰²



In Anlehnung an: Bon/McMahan/Carder, Property Performance Measurement, S. 213.

Abbildung 33: Statistische Erfassung objektbezogener Mängelanzeigen zur Beurteilung der Effektivität

Die Effektivität kann anhand des generierten Umsatzes sowie durch periodische Umfragen gemessen werden.¹⁰⁰³ Eine weitere Möglichkeit der qualitativen Beurteilung von Immobilien ist die Überwachung immobilienbezogener Mängelanzeigen (vgl. Abbildung

¹⁰⁰⁰ Vgl. Duffy, Gap, S. 385; o.V., Workplace Performance, S. 33; McGregor, Workspace Portfolio, ohne Seite. Bei BP America, Inc. wird die Flächeneffektivität bspw. mit Gemeinschaftsflächen pro Mitarbeiter gemessen. Vgl. o.V., Workplace Performance, S. 33. Zu Flächenarten und zur Festlegung des Flächenbedarfs vgl. Pierschke/Pelzeter, Facilities Management, S. 359-364.

¹⁰⁰¹ Vgl. Kaczmarczyk/Murtough, Performance, S. 168. Als Näherungsvariable für die Produktivität von Mitarbeitern kann das Gehalt herangezogen werden. Vgl. Kaczmarczyk/Murtough, Performance, S. 171.

¹⁰⁰² Ein – wenn auch extremes, so doch deutliches – Beispiel zeigt den Einfluss der Immobilienqualität auf die Mitarbeiterproduktivität: Nach dem Refurbishment einer Call Center-Immobilie des Unternehmens ATT Communications konnte der Umsatz mehr als verdoppelt werden. Vgl. Haynes et al., Property, S. 23.

¹⁰⁰³ Vgl. Wheeler et al., Performance Judgements, S. 12.

33).¹⁰⁰⁴ Auf Basis der Messung kann ein Rating der Eignung von Bestandsimmobilien für die Geschäftstätigkeit abgeleitet werden.¹⁰⁰⁵

4.3.4 Analyse von Wertsteigerungspotenzialen bei alternativer Nutzung

Grundsätzlich sind alle Immobilien einer Prüfung bezüglich einer alternativen Nutzung zu unterziehen, um Objekte zu identifizieren, die zwar genutzt werden und ausgelastet sind, jedoch einen höheren potenziellen Nutz- und somit Marktwert aufweisen.¹⁰⁰⁶

Durch die Zuführung der Immobilien zu ihrem Highest and Best Use können Kosten gesenkt und/oder Erlöse maximiert werden, so dass hierdurch eine Steigerung des Unternehmenswertes herbeigeführt werden kann.¹⁰⁰⁷ „In some cases [the highest and best use analysis] has led to outright property sales accompanied by major relocations, in others to sale-leasebacks, and still in others to a variety of asset-backed refinancings designed to capture ‚hidden‘ values.“¹⁰⁰⁸ Die Notwendigkeit einer periodischen Analyse des Highest and Best Use resultiert aus der Tatsache, dass sich dieser im Zeitverlauf – insbesondere bei einer beschleunigten Veränderung der Rahmenbedingungen – ändern kann.¹⁰⁰⁹ Die Abstände zwischen den Erhebungen sind sowohl abhängig von der Dynamik der Unternehmensentwicklung als auch des Immobilienmarktes.¹⁰¹⁰

Die Notwendigkeit der Highest and Best Use-Analyse betrifft die Nutzung durch einen Dritten bei gleich bleibender Nutzung in qualitativer und quantitativer Hinsicht oder bei einer Nutzungsänderung oder Erhöhung der Flächenkapazität durch eine Projektentwicklung, Revitalisierung oder ein Redevelopment.¹⁰¹¹ Die Prüfung alternativer Nutzun-

¹⁰⁰⁴ Diese Informationen werden fast ausschließlich für die Bearbeitung der einzelnen Mängelanzeigen genutzt, obwohl sie der Identifikation chronischer Probleme dienen könnten, die Gesamtlösungen erfordern. Vgl. Bon, Immobilienstrategien, S. 192. Eine Bank hat bspw. die Anzahl der Beschwerden pro Gebäude und Fläche untersucht, um die Performance der Immobilien unter qualitativen leistungswirtschaftlichen Kriterien zu messen und dabei die Anrufe nach Gesundheit und Sicherheit; technische Mängel; Reorganisation, Umzüge, Flächenplanung und Möbel und andere kategorisiert. Vgl. Bon/McMahan/Carder, Property Performance Measurement, S. 213.

¹⁰⁰⁵ Vgl. Jolicoeur/Barrett, Strategic Asset Management, S. 49.

¹⁰⁰⁶ Vgl. Miles/Pringle/Webb, Modeling, S. 62; Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 41; Brown et al., Managing Corporate Real Estate, S. 101 f.; Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 229. Dieser höhere Wert wird als Highest and Best Use bezeichnet. Die Corporate Real Estate-Einheit von Kodak bezeichnet Immobilien, deren Highest and Best Use den Wert bei gegenwärtiger Nutzung übersteigt, als „opportunity properties“. Vgl. Russell, Property Puzzle, S. 43.

¹⁰⁰⁷ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 42.

¹⁰⁰⁸ Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 41. „[...] most real estate portfolios contain properties which can be more profitably developed.“ Levy/Matz, Choosing, S. 26.

¹⁰⁰⁹ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 42; Brown et al., Managing Corporate Real Estate, S. 102.

¹⁰¹⁰ Vgl. Brown et al., Managing Corporate Real Estate, S. 102.

¹⁰¹¹ Vgl. Scribner, Highest and Best Use, S. 466.

gen kann nur unter Berücksichtigung des Marktpotenzials zu sinnvollen Ergebnissen führen.¹⁰¹² Wertsteigerungspotenzial ergibt sich insbesondere aus der baurechtlichen Situation. Landreserven und/oder zusätzliches Baurecht wirken sich – insbesondere bei einer guten Nachfragesituation wie in Innenstadtlagen in Ballungszentren – positiv auf den Wert des Objektes bzw. Grundstückes aus.

Die Highest and Best Use-Analyse beginnt mit der Erhebung sämtlicher rechtlich zulässigen Nutzungen. Hieraus wird anschließend die unter Markt- und Wirtschaftlichkeitsgesichtspunkten hochwertigste Nutzung bestimmt.¹⁰¹³ Von entscheidender Bedeutung für das Marktpotenzial einer Immobilie ist der Standort.¹⁰¹⁴ Infolgedessen findet in der Praxis bei der Ermittlung möglicher Alternativnutzungen betriebsnotwendiger Grundstücke häufig eine Konzentration auf Innenstadtlagen statt, da hier die Wahrscheinlichkeit einer Standortverlagerung am größten ist.¹⁰¹⁵

In den wenigsten Unternehmen wird der Wert der Immobilien bei derzeitiger Nutzung und bei Zuführung einer höherwertigen Nutzung identifiziert.¹⁰¹⁶ Wenn der Wert einer Alternativnutzung den Wert bei derzeitiger Nutzung (bzw. den derzeitigen Nutzwert) und potenzieller Nutzung durch das Unternehmen überschreitet, kann der Unternehmenswert durch eine Kapitalfreisetzung und eine Verlagerung der Nutzer an günstigere Standorte gesteigert werden.¹⁰¹⁷

Sollten selbst strategisch wichtige Immobilien bei einer anderweitigen Nutzung eine höhere Rendite als das Kerngeschäft erzielen, so ist die Konzentration auf letzteres grundsätzlich in Frage zu stellen.¹⁰¹⁸ Eine Quersubventionierung des Kerngeschäfts durch kalkulatorische Mieten, die – teilweise deutlich – unter der Marktmiete liegen,

¹⁰¹² Vgl. Scribner, Highest and Best Use, S. 467 und S. 469; Flegel, Surplus Corporate Real Estate, S. 54 f.; Jewett, Surplus Real Estate, S. 10; o.V., Verwertungsverfahren, S. 102. Zur Immobilienanalyse vgl. vertiefend Isenhöfer/Väth/Hofmann, Immobilienanalyse, S. 416-443; Raum, Due Diligence, S. 134-138.

¹⁰¹³ Vgl. Scribner, Highest and Best Use, S. 472-475; Steele, Highest and Best Use, S. 22; Mackay/Kessler-Park, Disposal of Special-Purpose Assets, S. 16.

¹⁰¹⁴ Vgl. Haas/Weyers, Immobilienanalyse, S. 140; Scribner, Highest and Best Use, S. 468; Steele, Highest and Best Use, S. 22 f.

¹⁰¹⁵ Vgl. Interview vom 18.1.2005 mit Herrn Volker Dittmeier, Sireo Real Estate Asset Management GmbH.

¹⁰¹⁶ Dies ergab eine Befragung 100 britischer Großunternehmen durch DTZ Debenham Thorpe. Vgl. Eul, Corporate Change, S. 17. Vgl. auch Wilson, Facilities Strategies, S. 29. „Unfortunately, it is often the corporate raiders who notice the highest- and best-use opportunities first.“ Wilson, Facilities Strategies, S. 29.

¹⁰¹⁷ Vgl. Wilson, Facilities Strategies, S. 29.

¹⁰¹⁸ „As the saying goes, if a company's rate of return is higher on property than on its core business activities, perhaps the company is in the wrong market and ought to become a property company!“ Woollam, Flexibility, S. 78.

mindert den Unternehmenswert.¹⁰¹⁹ „Many businesses have ended activities when managers realised the property costs involved.“¹⁰²⁰

4.3.5 Matrix-Portfolioanalyse zur Ableitung von Optimierungspotenzialen und Prioritäten

4.3.5.1 Zielsetzung der Portfolioanalyse und Matrix-Dimensionierung

Zielsetzung der Portfolioanalyse ist es, „ein Referenzsystem zur strategischen Positionierung zu bieten und Anhaltspunkte zur Ausgewogenheit der Zusammensetzung des Portfolios aus einer ganzheitlichen Perspektive zu gewinnen.“¹⁰²¹ Zudem kann auf Basis einer Gesamtsicht des Bestands die Priorisierung von Optimierungsmaßnahmen erfolgen.¹⁰²²

Viele Forscher vertreten die Ansicht, das qualitative Portfoliomanagement eigne sich nicht als Analyseinstrument für das Corporate Real Estate Management und sei nicht darauf übertragbar.¹⁰²³ Diese Einschätzung beruht jedoch auf einer für das Corporate Real Estate Portfoliomanagement unzuweckmäßigen Dimensionierung der Portfolio-Matrix.¹⁰²⁴ Erfolgt eine von den klassischen, für Immobilieninvestoren bzw. Unternehmen zum Zwecke der strategischen Steuerung konzipierten Produkt-/Markt-Portfoliomethoden abweichende Dimensionierung, so können durchaus sinnvolle Normstrategien für die Immobilienbereitstellung abgeleitet werden.

¹⁰¹⁹ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 47; Werres, Beton, S. 126 f. „Marking corporate real estate to market, besides helping management decide when to sell and/or relocate, also provides a sounder basis for allocating market-based lease costs for facilities used by different operating divisions and profit centers.“ Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 47.

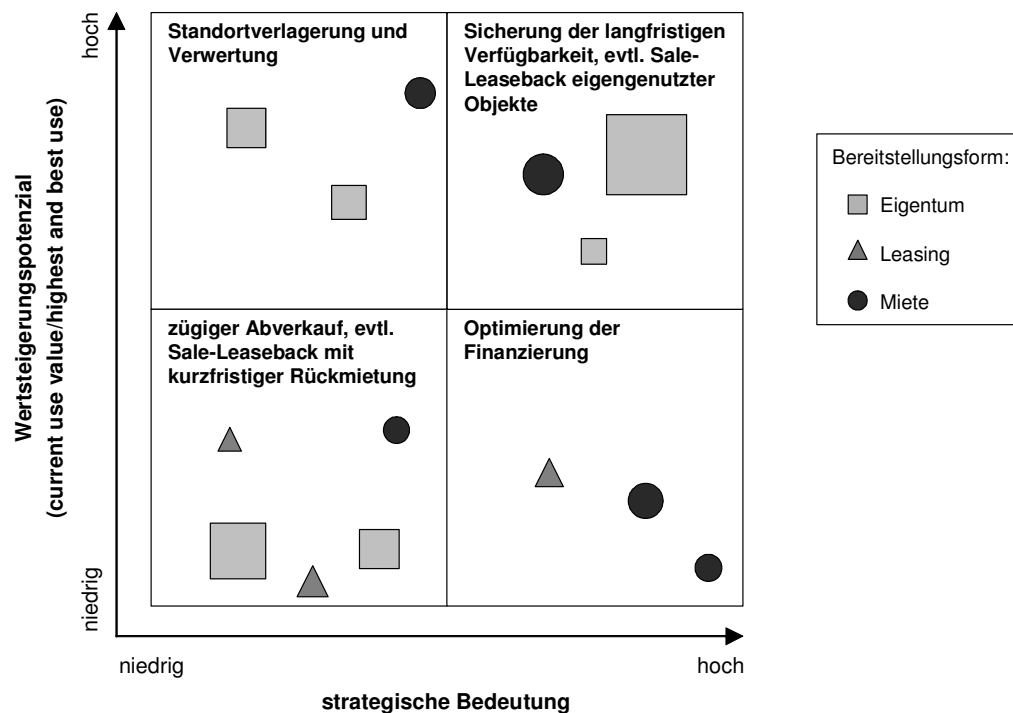
¹⁰²⁰ Weatherhead, Property Issues, S. 17.

¹⁰²¹ Schäfers, Strategisches Management, S. 124.

¹⁰²² Vgl. in einem ähnlichen Zusammenhang mit anderen Analyseinstrumenten Duckworth, Planning and Control, S. 508.

¹⁰²³ Vgl. Hens, Marktwertorientiertes Management, S. 182; Schreier/Schneider, Managementstrategien, S. 9 sowie Pelzl/Amon, Entscheidungstransparenz, S. 11. So scheitert auch SCHÄFERS' Versuch, den Ansatz des qualitativen Immobilienportfoliomanagements ohne eine Anpassung der Dimensionierung auf das Management von Unternehmensimmobilien zu übertragen. Vgl. Schäfers, Strategisches Management, S. 123-133, insbesondere S. 130 und S. 133. „An dieser Vorgehensweise ist zu kritisieren, daß [!] sie Gesichtspunkte des Kerngeschäfts bzw. des Produkt-Markt-Portfolios der Unternehmung weitgehend vernachlässigt, die letztlich aber für die Schwerpunktsetzungen im Immobilienbereich von ausschlaggebender Bedeutung sind. Deswegen unterbleibt eine explizite Herleitung konkreter immobilienstrategischer Optionen für unterschiedliche Matrixfelder des isolierten Immobilien-Portfolios“ Schäfers, Strategisches Management, S. 130.

¹⁰²⁴ Es muss sich nicht zwingendermaßen um eine Produkt-/Markt-Matrix handeln, um Handlungsstrategien für ein komplexes Portfolio abzuleiten. Eine Dimensionierung der Matrix nach ressourcenorientierten Gesichtspunkten oder anderen für die jeweilige Unternehmung strategisch bedeutenden Faktoren kann ebenfalls die Komplexität reduzieren, eine Gesamtsicht des Portfolios erlauben und die Ableitung von Handlungsempfehlungen ermöglichen.



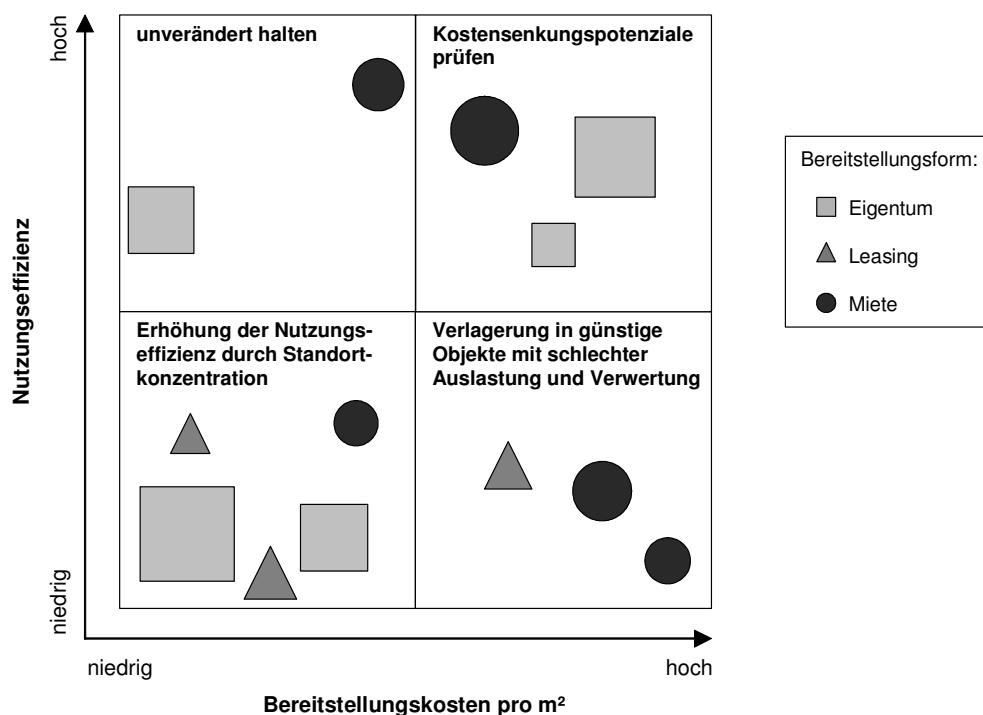
Eigene Darstellung.

Abbildung 34: Beispiel für Dimensionierung im Rahmen der Portfolioanalyse

Dimensioniert man die Matrix beispielsweise in ein Spektrum von Betriebsnotwendigkeit bis Betriebsneutralität oder nach der strategischen Relevanz der Immobilie für das Unternehmen und nach der Marktfähigkeit oder dem Wertsteigerungspotenzial bei alternativer Nutzung, so wird klar, dass auf Basis der Portfolioanalyse – wie Abbildung 34 zeigt – eine Ableitung von Normstrategien möglich ist, die das immobilienbezogene Risiko reduzieren und die Wirtschaftlichkeit der Bereitstellung erhöhen können. Bei dieser Dimensionierung kann der Wert einer Ressource – im Falle dieser Arbeit der Immobilie – für das Unternehmen einerseits und für den Markt andererseits dargestellt werden. So kann eine Entscheidung darüber abgeleitet werden, welche Ressourcen für das Unternehmen von so großer Bedeutung sind, dass eine Kapitalbindung sinnvoll ist und welche Ressourcen einer anderen Nutzung zugeführt werden sollten, da ihre Nutzung durch Dritte eine höhere Wertigkeit aufweist.

Weiterhin können Portfoliomatrizen – in Abhängigkeit von den Zielsetzungen des Unternehmens – nach oben dargelegten finanz- und leistungswirtschaftlichen Messgrößen dimensioniert werden. Auf Basis der jeweiligen Performance kann eine Einordnung der Objekte in eine zwei- oder auch mehrdimensionale Matrix erfolgen, um Strategien auf Objektebene abzuleiten (vgl. Abbildung 35).

Es gibt somit diverse Möglichkeiten, Ansätze des qualitativen Portfoliomanagements auf Immobilienbestände von Non-Property Companies zu übertragen.¹⁰²⁵ So kann beispielsweise eine Einordnung der Immobilien nach ihrer Funktionalität und Bereitstellungskosten oder anderen Kriterien wie vorhandenen Verfügungsrechten und Dauer der bisherigen Nutzung und daraus resultierenden Kostenvorteilen erfolgen, um Prioritäten für eine Optimierung abzuleiten oder Chancen und Risiken im Bestand aufzudecken.¹⁰²⁶ Sireo beispielsweise hat im Rahmen einer Kostensenkungsstrategie den Immobilienbestand nach Deckungsbeiträgen und Standortqualität systematisiert, um Optimierungsstrategien abzuleiten.¹⁰²⁷



Eigene Darstellung.

Abbildung 35: Matrix-Portfolioanalyse nach Performance-Kennzahlen

4.3.5.2 Clusterbildung im Rahmen der Portfolioanalyse

Sofern Teilbestände untersucht werden sollen, ist die Bildung homogener Cluster erforderlich. Dabei sind verschiedene Kriterien anzuwenden, um homogene Cluster mit

¹⁰²⁵ Derartige Modifikationen des qualitativen Portfolioansatzes könnten unter Umständen auch der mangelnden Berücksichtigung der Ressourcenpotenziale von Unternehmen im Rahmen der traditionellen qualitativen Produkt- bzw. Objekt-/Markt-Portfolioansätze Rechnung tragen. Zur mangelnden Einbeziehung von Ressourcenpotenzialen in die Ansätze des qualitativen Portfoliomanagements vgl. Schäfers, Strategisches Management, S. 124. Eine ähnliche Vorgehensweise wäre bspw. auch bei der Steuerung des Personals bzw. der Personalentwicklung eines Unternehmens denkbar.

¹⁰²⁶ Vgl. Levy/Matz, Choosing, S. 23 f.; van der Schaaf/de Puy, CRE Portfolio Management, S. 154-156.

¹⁰²⁷ Vgl. Dittmeier, Erfolgsfaktoren, S. 12.

gleichartigen Eigenschaften abzuleiten.¹⁰²⁸ Sinnvoll ist eine Clusterbildung in finanzieller (Verfügungsrechte und Laufzeit), funktionaler (Back Office, Verkauf, Produktion etc.), typologischer (Büro, Lager, Handel, F&E etc.) und geografischer Hinsicht sowie nach einer Reihe weiterer Attribute.¹⁰²⁹

In finanzieller Hinsicht besteht ein Kontinuum von kurzfristigen Mietvertragsverpflichtungen bis zum Eigentum; als sinnvoll kann eine Clusterbildung angesehen werden, die nach Eigentum und angemieteten Objekten erfolgt, da dies eine Vergleichbarkeit gewährleistet. Möglich ist jedoch auch die zusammengefasste Betrachtung von Immobilien, um einen Kostenvergleich herbeizuführen, der sämtliche Bereitstellungskosten umfasst und beispielsweise die Bereitstellungsrisiken im Bestand hervorheben kann.¹⁰³⁰ Die funktionale bzw. typologische Segmentierung kann in Abhängigkeit von der Kerngeschäftstätigkeit bzw. Industriezugehörigkeit des Unternehmens in einer Vielzahl von Möglichkeiten erfolgen. Im Falle der Deutsche Telekom AG beispielsweise wurde eine grobe Trennung zwischen Technik- und Büroflächen vorgenommen,¹⁰³¹ während beispielsweise bei Banken eine Trennung zwischen Filialen und Verwaltungsgebäuden und im Einzelhandel eine Trennung zwischen Einzelhandels- und Logistikimmobilien sinnvoll sein kann. Innerhalb dieser groben funktionalen Segmentierung kann weiter verfeinert werden.¹⁰³²

Im Rahmen des Corporate Real Estate Portfoliomanagements bietet sich insbesondere auch die Untersuchung oben dargestellter Bedarfs-Cluster an.¹⁰³³ Die Objekte innerhalb dieser Cluster können in einem nächsten Schritt bezüglich verschiedener Dimensionen relativ zueinander beurteilt werden.¹⁰³⁴ So können beispielsweise Optimierungsmaßnahmen in bestimmten Bedarfs-Clustern (bspw. Büronutzung Rhein-Main-Gebiet) in Bezug auf Nutzungsintensität und Bereitstellungskosten abgeleitet werden. Der Nut-

¹⁰²⁸ Vgl. Pelzl/Amon, Entscheidungstransparenz, S. 11.

¹⁰²⁹ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 32.

¹⁰³⁰ Vgl. Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 47-50; Gibson/Louargand, Risk Management, S. 10-15. Zur Identifikation der Bereitstellungsrisiken erfolgt hier bspw. eine Dimensionsierung des Gesamtbestands nach Nutzungsdauer, Standort und Spezifität.

¹⁰³¹ Vgl. Interview vom 18.1.2005 mit Herrn Volker Dittmeier, Sireo Real Estate Asset Management GmbH.

¹⁰³² Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 34.

¹⁰³³ Vgl. Punkt 4.1.1.3 Bildung von Bedarfs-Clustern zur Nutzung von Synergieeffekten innerhalb des Unternehmens.

¹⁰³⁴ Möglich ist hierbei im Übrigen auch ein Vergleich mit Objekten von Konkurrenzunternehmen, die innerhalb des Portfolios entsprechend anders zu kennzeichnen sind. So kann bspw. die Lagequalität und der Umsatz verglichen werden, um Strategien für die eigene Standortwahl abzuleiten. Darstellbar sind bspw. auch durch eine abweichende Standortwahl gegenüber dem eigenen Unternehmen erzielte Kostenvorteile anderer Unternehmen im Back Office-Bereich et vice versa.

zungsgrad schlecht ausgelasteter Objekte kann durch eine Steigerung der Auslastung durch Standortkonzentration von relativ kostspieligen in günstige Objekte erfolgen. Dadurch kann einerseits Kapital freigesetzt werden, während gleichzeitig eine erhebliche Senkung der Bereitstellungskosten erzielt werden kann. IBM beispielsweise konnte durch eine Steigerung der Immobilienauslastung Einsparungen im Milliardenbereich erzielen.¹⁰³⁵ Denkbar ist auch eine Dimensionierung nach Mitarbeiterzufriedenheit und Flächenqualität¹⁰³⁶ oder Bereitstellungskosten je Arbeitsplatz.

4.4 Bedarfsanalyse von Unternehmensimmobilien

4.4.1 Übersicht

Die Zielsetzung der Bedarfsanalyse ist die frühzeitige Erkennung der Flächenanforderungen der Geschäftsbereiche des Unternehmens. Einerseits soll hierdurch die Bereitstellung der benötigten Flächen stets in qualitativer und quantitativer Hinsicht bei gleichzeitiger Kosteneffizienz gewährleistet werden.¹⁰³⁷ Andererseits ist es für die Verwertung wesentlich, früh über den Wegfall des Bedarfs für Immobilien informiert zu werden, damit Mietverträge rechtzeitig gekündigt, Konsolidierungen fragmentierter Nutzungen geplant und aktive Verwertungsstrategien vorbereitet werden können, so dass trotz langer Vorbereitungszeiten eine möglichst zeitnahe Verwertung erfolgen kann.¹⁰³⁸ Es kann zudem sinnvoll sein, eine Immobilie zu verwerten, wenn bezüglich des langfristigen Bedarfs Unsicherheit besteht, da eine Immobilie mit einem mittel- bis langfristigen Mietvertrag unter Umständen einen höheren Netto-Veräußerungserlös erzielen kann als ein leer stehendes Objekt in einem abnehmenden Marktzyklus.

¹⁰³⁵ Vgl. Apgar, Managing Real Estate, S. 162.

¹⁰³⁶ DUCKWORTH hat den Zusammenhang zwischen Mitarbeiterzufriedenheit und „amenities“ (immobilienbezogene Zusatzleistungen wie Cafeteria, Fitness Center etc.) in einem Streudiagramm dargestellt, um Optimierungsmaßnahmen innerhalb des Immobilienportfolios abzuleiten. Vgl. Duckworth, Planning and Control, S. 505 f.

¹⁰³⁷ Vgl. Knopp, Bedarfs- und Optimierungsplanung, S. 24; Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 9.

¹⁰³⁸ Vgl. Weimer, Real Estate Decisions, S. 109; o.V., Tactical Maneuvers, S. 63; White, Corporate Real Estate Strategies, S. 71; Flegel, Surplus Corporate Real Estate, S. 54. „The main priority for surplus real estate is to get rid of it as soon as possible.“ Cooke, Real Estate Liabilities, S. 169. Diese Meinung vertreten auch BROWN/LAPIDES/RONDEAU: „The determination that a property is surplus should be made as quickly as possible, for the cost of carrying idle assets can be very substantial.“ Brown/Lapides/Rondeau, Forms and Procedures, S. 493. „Frequent utilization reviews should be conducted to determine what properties might be classified as surplus and to assess what can be done with them.“ Flegel, Surplus Corporate Real Estate, S. 56. FLEGEL merkt auch an, dass eine Verwertung schon eingeleitet werden sollte, wenn die Immobilie noch genutzt wird, damit sie nicht mit langem Leerstand gebrandmarkt wird. Vgl. Flegel, Surplus Corporate Real Estate, S. 54. LINNEMAN formuliert treffend: „Prepare assets for sale when you can, not when you must.“ Linneman, Corporate Real Estate Strategies, S. 6.

Die Bedarfsplanung hat für substituierbare Immobilien von geringer strategischer Relevanz grundsätzlich unabhängig vom bereits existierenden Bestand zu erfolgen, damit eine unvoreingenommene Analyse des tatsächlichen Bedarfs stattfinden kann, die für sämtliche sinnvollen Optimierungsmaßnahmen wie Zusammenlegungen, Standortverlagerungen, Modernisierungen etc. offen ist.¹⁰³⁹ Dabei sind jedoch – insbesondere für strategische Immobilien – Präferenzen zu berücksichtigen.

Im Rahmen der Bereitstellungsplanung werden verschiedene Bereitstellungsstrategien unter dem Gesichtspunkt der Unternehmensentwicklung und den Zielen der Immobilienbereitstellung analysiert, um die optimale Bereitstellungsstrategie abzuleiten. Im Folgenden werden die wesentlichen Methoden der Bedarfsanalyse und Bereitstellungsplanung dargestellt, die der zunehmenden Prognoseunsicherheit gerecht werden.¹⁰⁴⁰ Zunächst wird kurz auf die Definition von Flächen- und Arbeitsplatzstandards eingegangen, da sie die Basis der Bedarfs- und Bereitstellungsplanung bilden.

Eine wesentliche Voraussetzung für die Optimierung der Flächennutzung unter Berücksichtigung des Highest and Best Use ist die Erhebung von Marktmieten. Die Nutzer sind mit den Opportunitätskosten der inadäquaten Nutzung hochwertiger Objekte zu konfrontieren, damit eine Freisetzung des in diesen Immobilien gebundenen Kapitals erfolgen kann. Es ist zu erwarten, dass das Prinzip der Kostenverantwortung des Nutzers dazu führt, dass Überschussflächen freigegeben werden und hochwertige Flächen durch adäquate Flächen substituiert werden.¹⁰⁴¹ Zudem ist anzunehmen, dass die Kostenverantwortung für Überschussflächen, d.h. Flächen, die auf Basis der Bedarfsplanung der Unternehmenseinheiten bereitgestellt wurden, jedoch nicht genutzt werden, zu einer akkurateren Bedarfsprognose beiträgt.¹⁰⁴²

¹⁰³⁹ Vgl. Gillies/Dow, Trends and Challenges, S. 258. Vgl. hierzu auch Gibson, Management Digest, S. 216 f. „By doing a zero-base comparison of competitive need and physical capacity for each use of space, managers can identify excesses and shortfalls that cannot be detected by ‚walking around‘ or by design analysis.“ Apgar, Managing Real Estate, S. 174.

¹⁰⁴⁰ Vgl. O'Mara, Demand Forecasting, S. 124.

¹⁰⁴¹ Vgl. Cohen, Gain Value, S. 28; Beyersdorff/Langner, Verwertungsstrategien, S. 10; Werres, Beton, S. 128; Avis/Dent, Surplus Property, S. 397. DaimlerChrysler konnte nach der Einführung von Marktmieten 10 % der in Deutschland gelegenen Flächen als nicht betriebsnotwendig identifizieren. Vgl. Werres, Beton, S. 128. Die mit dem Eigentum verbundenen Anreizprobleme lassen sich durch die Einführung interner Mieten jedoch nicht vollständig beseitigen, denn meist bieten interne Mietverträge eine Flexibilität, die sich zu diesen Konditionen unternehmensextern nicht darstellen ließe. Dies führt zwangsläufig zu Leerständen, da kein Zwang für eine Planung des Immobilienbedarfs besteht.

¹⁰⁴² Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 183.

4.4.2 Flächen- und Arbeitsplatzstandards als Basis der Formulierung des Flächenbedarfs

Die Bedarfsanalyse sollte sich nicht auf simple Kennzahlen wie Fläche pro Mitarbeiter multipliziert mit der Anzahl an Mitarbeitern beschränken. Vielmehr bedarf es einer Analyse der Arbeitsprozesse innerhalb des Unternehmens, um den Bedarf für verschiedene Flächentypen zu ermitteln.¹⁰⁴³ Daraus kann eine Serie performance-basierter Profile definiert werden, um Einzel- und Gruppenflächenbedürfnisse abzuleiten.¹⁰⁴⁴ Neben den Kosten, die eine Immobilie verursacht, sind die Effektivität des Standorts und der Flächen von großer Wichtigkeit für die Auswahl von Immobilien. „The right office, in the right location, offering the right working environment can be of significant assistance in driving business profitability and efficiency, and supporting emerging business models and processes.“¹⁰⁴⁵ Entscheidungsträger fokussieren oftmals auf die Mietvertragskonditionen und die Optimierung der Immobilienfinanzierung, während Entscheidungen bzgl. Standorten und Grundrissen einen wesentlichen Einfluss auf die Bereitstellungskosten haben.¹⁰⁴⁶ Die Gestaltung der Arbeitsprozesse bezüglich Raum, Zeit, Betriebsmittel und Mitarbeiter hat erheblichen Einfluss auf den Gebäude- und Raumbedarf.¹⁰⁴⁷ Mitarbeiter bewegen sich je nach Art der Arbeit in einer Vielzahl von Flächenarten. Um die verschiedenen Arbeitsformen zu unterstützen, müssen die verschiedenen Flächen in ausreichender Menge bereitgestellt werden. Um gleichzeitig eine effiziente Flächennutzung zu gewährleisten, ist das richtige Verhältnis zwischen den Flächentypen zu ermitteln.¹⁰⁴⁸

Zur Ermittlung des Immobilienbedarfs sollte die Corporate Real Estate-Einheit gemeinsam mit den Geschäftsbereichen die Flächenbedürfnisse definieren und anhand von Flächenstandards Flächenpläne entwickeln.¹⁰⁴⁹ In einem ersten Schritt erfolgt die Ermittlung der Grundlagen. Hierzu zählen Informationen über die Organisation und die strategischen Ziele des Unternehmens sowie über die Nutzungsanforderungen an die Flächen.¹⁰⁵⁰ Auf Basis einer Analyse der Arbeitsprozesse und der Kommunikationsan-

¹⁰⁴³ Vgl. Price, Productivity, S. 5.

¹⁰⁴⁴ Vgl. Osgood, Defining Real Estate Strategies, S. 47. „Planning models should emphasize activities, functions, and performance concepts over the more typical counting and cataloging of prescriptive data and wish lists.“ Osgood, Defining Real Estate Strategies, S. 47.

¹⁰⁴⁵ Almond/Elliott/Foxley, Irrational Exuberance, S. 13.

¹⁰⁴⁶ Vgl. Apgar, Deconcentration, S. 54.

¹⁰⁴⁷ Zur Flächenfunktionalität vgl. Pierschke/Pelzeter, Facilities Management, S. 348.

¹⁰⁴⁸ Vgl. Gibson, Flexible Space, S. 18.

¹⁰⁴⁹ Vgl. Zappile, Quality Process Approach, S. 223. Zu Flächenstandards, die typische Größen und Layouts für Büroräume, Besprechungsräume etc. vorgeben vgl. Keller/Keller, Strategic Efficacy, S. 143.

¹⁰⁵⁰ Vgl. Knopp, Bedarfs- und Optimierungsplanung, S. 24.

forderungen wird der Bedarf für die festgelegten Flächenkategorien abgeleitet. Dieser wiederum wird bei der Ermittlung des Flächenbedarfs herangezogen. Im Folgenden werden verschiedene Instrumente der Bedarfsplanung dargestellt.

4.4.3 Instrumente der Bedarfsanalyse

Zur Prognose des Flächenbedarfs gibt es verschiedene Methoden, die in unterschiedlichem Maß der Prognoseunsicherheit gerecht werden und somit für unterschiedliche Planungshorizonte und strategische Ausgangssituationen mehr oder weniger gut geeignet sind.¹⁰⁵¹

4.4.3.1 Bottom-up-Bedarfsplanung

Die Bottom-up-Bedarfsplanung erfolgt auf der Grundlage der kurz- bis mittelfristigen Personal- und Produktionsplanung auf Ebene der Geschäftsbereiche bzw. Abteilungen (unterste Organisationsebene) und Flächenstandards, die an Stellenbeschreibungen oder Kategorien von Tätigkeiten geknüpft sind.¹⁰⁵² Diese Methode wird auch als Bedarfsplanung auf der Mikro-Ebene bezeichnet.¹⁰⁵³ Die Prognosen werden von den Geschäftseinheiten des Unternehmens – meist separat für jeden Standort – abgegeben und von der Corporate Real Estate-Einheit auf Plausibilität überprüft.¹⁰⁵⁴ Sobald die Schätzungen abgegeben wurden, wird der Bedarf nach Flächentypen und Standorten geclustert, so dass für jeden Standort der Bedarf nach Flächenarten bestimmt werden kann (vgl. Abbildung 36).¹⁰⁵⁵

Prognosen können auf dieser Basis zwar für mehrere Jahre erfolgen, doch die Zuverlässigkeit sinkt bereits für Planungsperioden, die über ein Jahr hinausgehen stark ab.¹⁰⁵⁶ Infolgedessen ist die Bottom-up-Bedarfsplanung vornehmlich für kurzfristige Flächenbedarfsplanungen und Optimierung der Flächenallokation innerhalb des Be-

¹⁰⁵¹ Vgl. O'Mara, Demand Forecasting, S. 123 f.

¹⁰⁵² Vgl. Acoba/Foster, Aligning Corporate Real Estate, S. 147; O'Mara, Demand Forecasting, S. 128; Yontz, Real Estate Function, S. 30. „Historically, corporate real estate plans were generated from a ‚bottom-up‘-approach to forecasting, relying on information from the business units for growth projection.“ Yontz, Real Estate Function, S. 30.

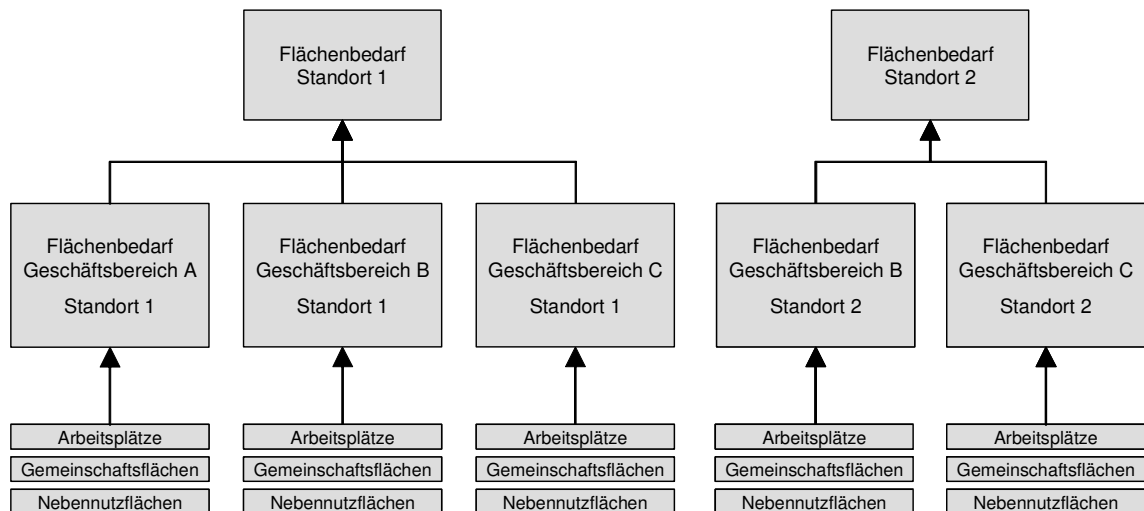
¹⁰⁵³ Vgl. Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 14.

¹⁰⁵⁴ Vgl. Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 233; Acoba/Foster, Aligning Corporate Real Estate, S. 147; O'Mara, Demand Forecasting, S. 127 f.; Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

¹⁰⁵⁵ Vgl. O'Mara, Demand Forecasting, S. 30.

¹⁰⁵⁶ „The macro model is more accurate in the longer term, since it is based on longer-term trends and not on the opinions of managers or department heads [...].“ Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 12. „At many organisations, business unit-leaders are typically unwilling to provide a forecast beyond one year into the future.“ Mather, Occupancy Planning, S. 182.

stands von Nutzen.¹⁰⁵⁷ Angesichts der ständigen Veränderungen der Rahmenbedingungen bedarf es regelmäßiger Überprüfungen und gegebenenfalls Anpassungen der Flächennutzung in quantitativer und organisatorischer Hinsicht, die auf der Basis von Bottom-up-Bedarfsanalysen erfolgen.¹⁰⁵⁸



In Anlehnung an: Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 12.

Abbildung 36: Bottom-up-Ansatz der Flächenbedarfsplanung

4.4.3.2 Top-down-Bedarfsplanung

Eine Top-down-Planung erfolgt dagegen aus der Makro-Perspektive¹⁰⁵⁹ der strategischen Planung des Gesamtunternehmens und dient der langfristigen Planung der Immobilienbereitstellung.¹⁰⁶⁰ Anders als die Bottom-up-Bedarfsplanung geht die Top-down-Planung nicht von den Mitarbeiterprognosen einzelner Bereiche, sondern von in Business-Plänen festgelegten Unternehmenszielen wie Produktions- und Verkaufszahlen etc. aus.¹⁰⁶¹ Diese werden entweder in Mitarbeiterzahlen übersetzt, aus denen wiederum anhand von Flächenkennzahlen der Flächenbedarf kalkuliert wird¹⁰⁶² oder die Zielplanungen werden direkt in den resultierenden Flächenbedarf umgerechnet.¹⁰⁶³ Letztere Vorgehensweise beruht nicht auf dem Flächenbedarf pro Arbeitsplatz, son-

¹⁰⁵⁷ Vgl. O'Mara, Demand Forecasting, S. 127; Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 12 und S. 14.

¹⁰⁵⁸ Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 165. „[...] organisations must regularly reassess the workplace and determine whether they have too much or too little and whether their workers are located with the right people and the right resources.“ Mather, Occupancy Planning, S. 165.

¹⁰⁵⁹ Vgl. Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 12.

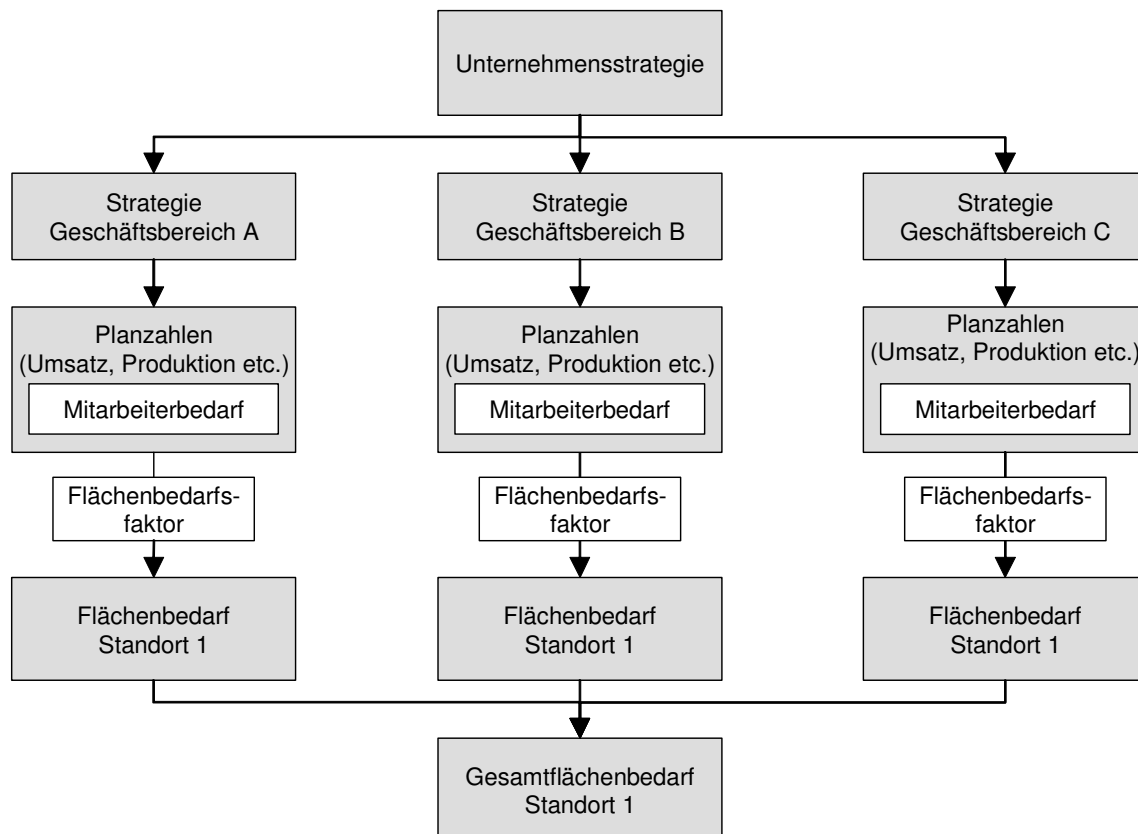
¹⁰⁶⁰ Vgl. Yontz, Real Estate Function, S. 30.

¹⁰⁶¹ Vgl. Arend, Space Demand Forecasting, S. 673-675; Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 9 und S. 11; Mather, Occupancy Planning, S. 182.

¹⁰⁶² Vgl. Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 9 und S. 11.

¹⁰⁶³ Vgl. O'Mara, Demand Forecasting, S. 128.

dern auf historischen Bedarfsdaten in Abhängigkeit von Produktionszahlen, Umsätzen etc.¹⁰⁶⁴ Es handelt sich somit bei beiden Verfahren um eine Übersetzung der Geschäftsdaten in eine Flächenbedarfsprognose: das Wachstum oder der Rückgang der Arbeitnehmerzahlen wird in den quantitativen Flächenbedarf übersetzt.¹⁰⁶⁵ Die Übersetzung der Unternehmensziele in den Mitarbeiterbedarf und die Übersetzung der Personalprognosen in den Flächenbedarf erscheint jedoch weniger fehleranfällig.



In Anlehnung an: Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 11.

Abbildung 37: Top-down-Ansatz der Flächenbedarfsplanung

Diese Vorgehensweise ist beispielsweise anzuwenden, wenn eine geografische Erweiterung der Marktpresenz geplant wird, aber auch wenn Geschäftstätigkeiten eingestellt

¹⁰⁶⁴ Vgl. Mount, Strategic Facilities Planning, S. 2 f.; O'Mara, Demand Forecasting, S. 128. „Within the historical and projected data gathered lie the ‚driving factors‘ – those factors in the business plan and operating results that drive facility requirements and that allow the establishment of numerical relationships for each business operation as well as the amount, type and location requirements necessary to house the business.“ Mount, Strategic Facilities Planning, S. 2. Bezüglich Produktionsflächen bspw. ist der treibende Faktor in der Regel produzierte bzw. zu produzierende Einheiten pro m², während der Bedarf für Lagerflächen von der Umschlagszahl determiniert wird. Vgl. Mount, Strategic Facilities Planning, S. 3.

¹⁰⁶⁵ Vgl. Bomba/McMahan, Portfolio Alliance, S. 3. „Good examples [of strategic alignment] include a firm that forecasts revenues by city, which is translated into number of employees, which is linked to property needs.“ Nourse, Real Property Performance, S. 438.

oder Akquisitionen geplant werden und eine Reduktion der Kapazitäten vorbereitet wird.

Grundlage für die Top-down-Planung der Immobilienkapazitäten ist somit das Verständnis der Unternehmensstrategie und die Kenntnis der langfristigen Planungen der Geschäftseinheiten.¹⁰⁶⁶ Kritische Informationen bezüglich der strategischen Entwicklung der Geschäftseinheiten sind ex ante zu analysieren, um Exit-Strategien und Flächenexpansionen angemessen zu planen.¹⁰⁶⁷

4.4.3.3 Stress Testing als Frühwarnsystem für Veränderungen des Immobilienbedarfs

Zur Früherkennung von Veränderungen, die sich auf die Immobilienbereitstellung auswirken, kann das so genannte Stress Testing herangezogen werden. Hierfür wird der Flächenbedarf aus Geschäftsindikatoren extrapoliert. Ziel ist es, neben den intern erhobenen Daten eine weitere Quelle heranzuziehen, die Aufschluss über Entwicklungen geben kann, die nicht antizipiert wurden.¹⁰⁶⁸

Unternehmen werden von allen möglichen Umweltveränderungen betroffen. Dies können ein verändertes wirtschaftliches Umfeld, Zinsänderungen, Aktivitäten von Wettbewerbern und andere Veränderungen sein, die Anpassungen der Produkt- oder Unternehmensstrategie erfordern. Diese wiederum implizieren auch neue Anforderungen an das Portfolio von Unternehmensimmobilien. Wachstum, Schrumpfung oder Reorganisationen bedürfen in der Regel einer Anpassung der Immobilienbereitstellung. Je öfter Veränderungen in der Strategie vorgenommen werden, desto volatiler ist der Immobilienbedarf.¹⁰⁶⁹

Zum Zwecke des Stress Testing werden aus historischen Daten verschiedene Kennzahlen herangezogen, um zu identifizieren, welche unerwarteten Veränderungen der Kennzahlen sich im Immobilienbedarf des Unternehmens niedergeschlagen haben. So lässt sich feststellen, ob bei der Veränderung einer oder mehrerer Kennzahlen eine Flächenexpansion oder –aufgabe notwendig war, ob Bedarf für eine Rekonfiguration der Flächennutzung auftrat, welche Flächenarten betroffen waren etc.¹⁰⁷⁰ Im Rahmen dieser Ursache-Wirkungsanalyse werden Faktoren identifiziert, die für eine frühzeitige Erkennung eines veränderten Flächenbedarfs herangezogen werden können. Dadurch

¹⁰⁶⁶ Vgl. Yontz, Real Estate Function, S. 30 und S. 33; Arend, Space Demand Forecasting, S. 673-675; O'Mara, Demand Forecasting, S. 130.

¹⁰⁶⁷ Vgl. Yontz, Real Estate Function, S. 30 und S. 33.

¹⁰⁶⁸ Vgl. Bomba/McMahan, Portfolio Alliance, S. 3.

¹⁰⁶⁹ Vgl. Pederson, Corporate Real Estate (2, 1), S. 84.

¹⁰⁷⁰ Vgl. Pederson, Corporate Real Estate (2, 1), S. 84.

kann das Corporate Real Estate Management des Unternehmens rechtzeitig reagieren, wodurch entweder Kosten eingespart oder strategische wichtige Immobilien frühzeitig gesichert werden können.¹⁰⁷¹

Ein derartiges Modell ist von PricewaterhouseCoopers bereits umgesetzt worden. Das so genannte „Heat Map“ bezieht sowohl makroökonomische Indikatoren und Immobilienmarkindikatoren als auch branchenspezifische Konjunkturindikatoren ein, um auf dieser Basis proaktiv Optimierungspotenziale im Bestand abzuleiten und umzusetzen statt reaktiv beispielsweise überschüssige Flächen abzubauen.¹⁰⁷²

4.4.3.4 Szenarioanalysen

Aufgrund der zunehmenden Dynamik innerhalb und außerhalb des Unternehmens kann der Immobilienbedarf mittel- bis langfristig nur schwer prognostiziert werden.¹⁰⁷³

Mit zunehmendem Planungshorizont werden mögliche Entwicklungen unsicherer und divergenter.¹⁰⁷⁴ Szenarioanalysen kommt angesichts der Unsicherheit von Prognosen als Instrument des Corporate Real Estate Portfoliomanagements eine große Bedeutung zu,¹⁰⁷⁵ da die Ableitung robuster Bereitstellungsstrategien in deutlichen Wettbewerbsvorteilen resultieren kann.¹⁰⁷⁶

Szenarioentwicklungen und -analysen dienen der Antizipation der Implikationen möglicher zukünftiger Entwicklungen für Immobilienbedarf und Immobilienbereitstellung und der Beurteilung der Chancen und Risiken alternativer Bereitstellungsconfigurationen, d.h. sie können verschiedene mögliche Entwicklungen der Geschäftstätigkeit und den

¹⁰⁷¹ „Once an historic link has been established, look to the future and establish similar independent risk-causing variables, trying to predict the dependency of the corporate real estate portfolio on these events. What amount of space goes empty? What book losses are taken? Diagram the physical churn forced and determine the cost of churn against medians. The objective here is to limit certain types of business risk by taking both offensive and defensive positions with company-occupied real estate. ‚Stress-loss limits‘ imply triggers for disposition of acquisition of space.“ Pederson, Corporate Real Estate (2, 1), S. 84.

¹⁰⁷² Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 18.

¹⁰⁷³ Vgl. Dewulf/van der Schaaf, Scenario Planning, S. 19.

¹⁰⁷⁴ Vgl. O'Mara, Demand Forecasting, S. 130.

¹⁰⁷⁵ Vgl. Gibson et al., Needs & Choices, S. 19 f. „An early exit, an unanticipated expansion or an extension to a project could have a highly significant impact on the final value of any proposed solution.“ Gibson et al., Needs & Choices, S. 20. BEINHOCKER formuliert treffend: „Developing strategies based on narrow predictions about the future is entirely the wrong mindset for an inherently uncertain world.“ Beinhocker, Robust Adaptive Strategies, S. 96. Zur praktischen Bedeutung von Szenarioanalysen im Rahmen der Immobilienbereitstellungsplanung vgl. Acoba/Foster, Aligning Corporate Real Estate, S. 147.

¹⁰⁷⁶ Vgl. Klein, Strategic Facilities Planning, S. 344. Vgl. auch Clemons/Thatcher/Materna, Scenario Planning, S. 1.

resultierenden Immobilienbedarf aufzeigen.¹⁰⁷⁷ Auf dieser Basis kann festgestellt werden, welches Maß an Flexibilität Immobilienbereitstellungsstrategien aufweisen sollten, damit weder ein übermäßiger Flächenüberschuss noch Flächenknappheit den Erfolg des Unternehmens beeinträchtigen. Auf Basis von Szenarioanalysen können somit optimale Bereitstellungsstrategien abgeleitet werden.¹⁰⁷⁸ „Scenarios should identify where flexibility will be critical to create advantage and reduce risk.“¹⁰⁷⁹

Szenarioanalysen werden in der Regel mit der Zielsetzung durchgeführt, längerfristige Bereitstellungspläne mit einem Horizont von etwa drei bis fünf Jahren abzuleiten.¹⁰⁸⁰ Dabei ist es nicht ausreichend, die Auswirkungen verschiedener Zukunftsszenarien auf den Gesamtbestand zu analysieren; vielmehr sind die Auswirkungen auf einzelne Bedarfs-Cluster nach Standort und/oder Flächentyp zu prüfen, damit aus der Szenarioanalyse sinnvolle Ergebnisse für die Steuerung des Portfolios abgeleitet werden können.¹⁰⁸¹

Eine Reihe von Szenarien soll die gesamte Bandbreite denkbarer zukünftiger Rahmenbedingungen abdecken.¹⁰⁸² Im Rahmen dieser Szenarien werden die Immobilienbereitstellungsstrategien Stress Tests unterzogen, um die optimale Bereitstellungsalternative zu identifizieren.¹⁰⁸³ Folgende Schritte sind zu unternehmen:¹⁰⁸⁴

- Entwicklung möglicher Bedarfs-Szenarien auf Basis verschiedener Szenarien der zukünftigen Geschäftsentwicklung,
- Entwicklung von Bereitstellungsstrategien auf Basis der Zielsetzungen bzw. Leitlinien der Immobilienbereitstellung,

¹⁰⁷⁷ Vgl. Dewulf/van der Schaaf, Scenario Planning, S. 21; Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 9; Klein, Strategic Facilities Planning, S. 344. Vgl. grundlegend Ratcliffe, Scenario Building, S. 130 f.

¹⁰⁷⁸ Vgl. Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 11; Pederson, Corporate Real Estate (2, 1), S. 86.

¹⁰⁷⁹ Apgar, Strategic Role, S. 23.

¹⁰⁸⁰ Vgl. Bomba/McMahan, Portfolio Alliance, S. 3; O'Mara, Demand Forecasting, S. 130.

¹⁰⁸¹ Vgl. O'Mara, Demand Forecasting, S. 131. „[...] while demand may look predictable and smooth when all business properties are aggregated, there may actually be a great deal of turbulence in demand at the business unit level. What looks like available space on the spreadsheet may actually be either the wrong space or in the wrong place.“ O'Mara, Demand Forecasting, S. 131.

¹⁰⁸² Vgl. Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 233. Zum Prozess der Entwicklung von Szenarien vgl. Ratcliffe, Scenario Building, S. 133-137.

¹⁰⁸³ Vgl. Schriefer/Ganesh, Information Technology Tools, S. 233; Beinhooker, Robust Adaptive Strategies, S. 105.

¹⁰⁸⁴ Vgl. Beinhooker, Robust Adaptive Strategies, S. 105; Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 9 und S. 11.

- Beurteilung und Selektion der besten Bereitstellungsstrategie durch Vergleich der Risiken und Nutzen jeder entwickelten Bereitstellungsstrategie in Bezug auf die unterschiedlichen Bedarfs-Szenarien.¹⁰⁸⁵

4.4.3.5 Kombination der Bedarfsprognose-Instrumente

Die Planung zukünftiger Immobilienkapazitäten ist nur durch eine Kombination von Bottom-up- und Top-down-Approach sinnvoll durchführbar.¹⁰⁸⁶ Insbesondere die kurzfristige Optimierung der Immobilienbereitstellung erfolgt auf Basis der Bottom-up-Planung, da diese den kurzfristigen Bedarf präzise widerspiegelt.¹⁰⁸⁷ Diese Form der Kapazitätsplanung berücksichtigt jedoch keine mittel- bis langfristigen strategischen Veränderungen des Bedarfs, die beispielsweise aus Restrukturierungen, neuen unternehmerischen Vorhaben oder anderen strategischen Initiativen resultieren. Doch diese sind wesentlich für die zukünftige Immobilienbereitstellung, so dass eine mittel- bis langfristige Bedarfsplanung maßgeblich auf der Top-down-Planung beruht.¹⁰⁸⁸

Die Gewichtung von Bottom-up- und Top-down-Planung ist abhängig von der Dynamik der Unternehmensentwicklung. Je kürzer die Entscheidungsprozesse, je flacher die Organisationsstruktur, je kürzer die Produktlebenszyklen und je instabiler die unternehmerische Entwicklung und Organisationsstruktur, desto mehr Bedeutung kommt der Top-down-Planung zu.¹⁰⁸⁹ Insbesondere für sehr dynamische Unternehmen ist die ausschließliche Anwendung des Bottom-up-Ansatzes aufgrund ständiger organisatorischer Restrukturierungen und Expansionen ungeeignet, um den zukünftigen Flächenbedarf zu bestimmen.¹⁰⁹⁰ Immobilienbedarf ergibt sich sowohl aus abrupten als auch inkrementellen Veränderungen. Abrupte Veränderungen wie Akquisitionen oder Desinvestitionen haben wesentlichen Einfluss auf die Immobilienbereitstellung, sind aber nur schwer planbar. Dies gilt auch für Industrien, die von großen Produktionsaufträgen ab-

¹⁰⁸⁵ Vgl. auch Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 14.

¹⁰⁸⁶ Vgl. Yontz, Real Estate Function, S. 30; Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 14. Dies ist unter anderem auch darauf zurückzuführen, dass die Bottom-up-Prognosen der Geschäftseinheiten und die Top-down-Prognosen Inkonsistenzen aufweisen. Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 182 f.

¹⁰⁸⁷ Vgl. Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 14.

¹⁰⁸⁸ Vgl. Gibson et al., Needs & Choices, S. 27.

¹⁰⁸⁹ Vgl. Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 9.

¹⁰⁹⁰ Vgl. Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 9 und S. 12. „The reason for using a top-down approach is fundamental – the bottom-up approach provides a degree of information which is not only unnecessary but probably inaccurate. The basis for developing detailed, bottom-up staff/areas projections change so rapidly in the high-tech environment that a detailed projection beyond one year is misleading.“ Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 12.

hängig sind wie z.B. die Rüstungsindustrie.¹⁰⁹¹ Je abrupter Veränderungen erfolgen, desto mehr Bedeutung ist Szenarioanalysen und Stress Testing für zukünftige Bereitstellungsentscheidungen beizumessen. Inkrementelle Veränderungen des Immobilienbedarfs dagegen lassen sich mit Umsatzprognosen und der voraussichtlichen Veränderung des Bedarfs infolge technologischen Fortschritts, der den Bedarf für Mitarbeiter und Flächen beeinflusst, vorhersagen, da diese Veränderungen langsamer erfolgen und berechenbar sind.¹⁰⁹²

Die Zweckmäßigkeit der beiden letzten Prognoseinstrumente für die Bereitstellungsplanung hängt somit ab von der strategischen Ausgangsposition des jeweiligen Unternehmens bzw. Unternehmensbereichs.¹⁰⁹³ Geht das Corporate Real Estate Portfoliomanagement hauptsächlich von der Zielsetzung aus, Unternehmensbereiche an günstigere Standorte zu verlagern, so spielt Unsicherheit keine bedeutende Rolle, so dass Szenarioanalysen für die Entscheidungsfindung keinen großen Nutzen stiften können, während eine Übersetzung der Mitarbeiterzahlen in den Flächenbedarf sinnvoll ist. Szenarioanalysen sind insbesondere für wachsende und konsolidierende Unternehmen¹⁰⁹⁴ sowie für Unternehmen, die abrupten Veränderungen unterliegen, von Nutzen.¹⁰⁹⁵ Bei sehr volatilen Geschäftstätigkeiten ist Stress Testing von großem Nutzen. Dies ist insbesondere für Unternehmen von Relevanz, deren Kerngeschäft zyklischen Schwankungen unterliegt.

In den meisten Fällen ist eine Kombination der Prognose- und Analysemethoden zielführend für die Ableitung von Bereitstellungsstrategien.¹⁰⁹⁶ Sämtliche Instrumente finden im Rahmen des Corporate Real Estate Portfoliomanagements Anwendung, da der Immobilienbestand sowohl kurzfristig als auch langfristig optimiert werden soll.¹⁰⁹⁷ Langfrist-Planungsinstrumente dienen der Modellierung der Auswirkungen verschiedener möglicher Geschäftsentwicklungen auf das Immobilienportfolio und die Immobilienbereitstellung, während die kurzfristige Bedarfsanalyse auf die Optimierung kurzfristiger Bereitstellungsentscheidungen abzielt, die mit der langfristigen Bereitstellungsplanung in Einklang zu bringen sind.¹⁰⁹⁸ Bedarfsprognosen sind für manche Unternehmen

¹⁰⁹¹ Vgl. Wilson, Facilities Strategies, S. 28.

¹⁰⁹² Vgl. Wilson, Facilities Strategies, S. 28.

¹⁰⁹³ Vgl. hierzu Punkt 4.2.1 Strategische Ausgangssituationen des Corporate Real Estate Portfoliomanagements.

¹⁰⁹⁴ Vgl. O'Mara, Demand Forecasting, S. 133.

¹⁰⁹⁵ Vgl. Wilson, Facilities Strategies, S. 28.

¹⁰⁹⁶ Vgl. Ouye/Kramer/Douglas, Strategic Facility Planning, S. 14; O'Mara, Demand Forecasting, S. 125.

¹⁰⁹⁷ Vgl. Mount, Strategic Facilities Planning, S. 1.

¹⁰⁹⁸ Vgl. Yontz, Real Estate Function, S. 26 und S. 28.

oder Unternehmensteile und Flächenkategorien leichter durchzuführen und zuverlässiger als für andere. Diese Verschiedenheit resultiert in einem Bedarf für langfristige und kurzfristige Bereitstellung.¹⁰⁹⁹ Der wachsenden Prognoseunsicherheit kann durch Optionen begegnet werden.

4.4.4 Möglichkeiten des Umgangs mit Prognoseunsicherheit durch Flexibilisierung der Bereitstellung

Es gibt viele Möglichkeiten, Flexibilität in die Immobilienbereitstellung zu integrieren, um die Abhängigkeit von Prognosen zu verringern.¹¹⁰⁰ Zum Umgang mit Unsicherheit werden Strategien angewandt, die entweder die Notwendigkeit der Flächenbedarfsprognose reduzieren oder den Toleranzbereich der Vorhersage vergrößern.¹¹⁰¹

Zielsetzung ist es, bei der Immobilienbereitstellung Optionen einzurichten, um auf Schwankungen des tatsächlich eintretenden Flächenbedarfs mit einer Reduktion oder Expansion der Flächen reagieren zu können.¹¹⁰² In diesem Zusammenhang ist es sinnvoll, Entscheidungssituationen bzw. Entscheidungsbedarf zeitlich zu segmentieren. Dies verdeutlicht, zu welchen Zeitpunkten Entscheidungen gefällt werden müssen und erleichtert die Einbettung von Flexibilität in die Bereitstellungsplanung.¹¹⁰³ Die zeitliche Staffelung reicht von kurzfristig zu tätigen Entscheidungen wie beispielsweise der Ausübung von Mietverlängerungsoptionen oder der Sicherung eines Ankaufsrechts für ein Grundstück bis zu Entscheidungen, die erst zu einem späteren Zeitpunkt gefällt werden müssen, wenn mehr Informationen vorliegen, wie zum Beispiel der Bebauung eines Grundstücks.¹¹⁰⁴

Unter Optionen werden sowohl Mietvertragsoptionen wie Verlängerungsoptionen und Kündigungsrechte etc. als auch Optionen bzgl. der Akquisition neuer Flächen (bspw. durch Optionen für Mietflächenerweiterungen oder Grundstücksakquisitionen) und der Realisierung von Grundstücksreserven verstanden.¹¹⁰⁵ Grundsätzlich kann Flexibilität auch – wie oben bereits erwähnt – durch Standardisierung von Arbeitsplätzen und al-

¹⁰⁹⁹ Vgl. Gibson et al., Needs & Choices, S. 27.

¹¹⁰⁰ Vgl. O'Mara, Demand Forecasting, S. 131.

¹¹⁰¹ Arend, Space Demand Forecasting, S. 673-675; O'Mara, Demand Forecasting, S. 131.

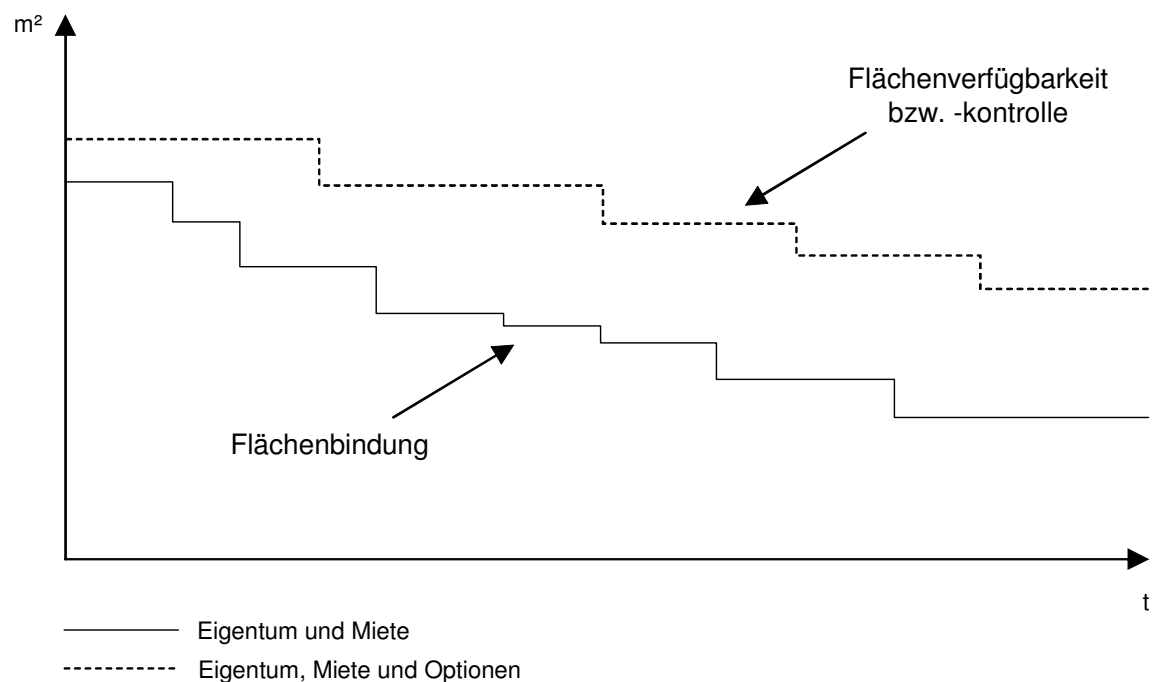
¹¹⁰² Vgl. Bomba/McMahan, Portfolio Alliance, S. 102; Helling, Rationalise, S. 90. „...maintain control by leveraging [the] tenancy to achieve expansion and contraction options.“ Waters, Trends, S. 15.

¹¹⁰³ Vgl. O'Mara, Demand Forecasting, S. 131.

¹¹⁰⁴ Vgl. Arend, Space Demand Forecasting, S. 673-675.

¹¹⁰⁵ Durch Vorausplanungen bspw. in Bezug auf die vorzeitige Schaffung von Baurecht oder die Anfertigung von Bauplänen können Entscheidungsgrundlagen und die Möglichkeit eines unverzüglichen Baubeginns geschaffen werden, ohne dass bereits Kapital in den Bau investiert werden muss. Vgl. O'Mara, Demand Forecasting, S. 131.

ternative Arbeitsplatzkonzepte geschaffen werden,¹¹⁰⁶ da hierdurch in den gleichen Flächenkapazitäten wesentlich mehr Mitarbeiter untergebracht werden können.¹¹⁰⁷



Quelle: Deeble, Procurement, S. 146.

Abbildung 38: Erweiterung der Verfügungsrechte durch Optionen

Abbildung 38 stellt die Einräumung von Flexibilität durch Optionen grafisch auf Portfolioebene dar. Der untere Graph zeigt die eingegangenen vertraglichen Verpflichtungen, die obere die Möglichkeit der Inanspruchnahme von Flächen durch Verlängerungs- und Erweiterungsoptionen, so dass die Flächenbindung der Flächenverfügbarkeit oder -kontrolle gegenübergestellt wird.¹¹⁰⁸ Mögliche Bereitstellungsstrategien sind auf ihre finanziellen Auswirkungen und Vorteile zu überprüfen, um die optimale Strategie abzuleiten.¹¹⁰⁹

Abbildung 39 stellt die Unsicherheit des Flächenbedarfs im Zeitverlauf der tatsächlichen Flächenbereitstellung gegenüber. Hier wurde nur eine Nachfragekurve zugrunde

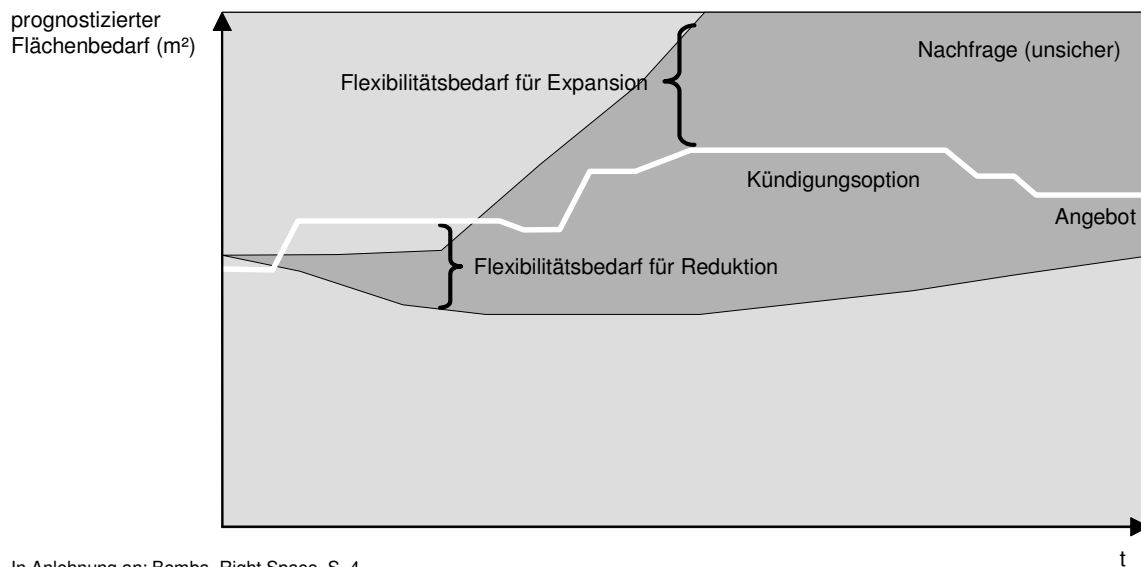
¹¹⁰⁶ Vgl. O'Mara, Demand Forecasting, S. 132; Mather, Occupancy Planning, S. 175; Apgar, Strategic Role, S. 23. Neue Arbeitsplatzkonzepte können abhängig von der jeweiligen Funktion zudem zu erheblichen Flächen- und somit Kosteneinsparungen von 25 bis zu 75 % beitragen. Dun & Bradstreet konnte bspw. Kostenreduktionen von 64 % und eine Steigerung der Auslastung von 49 % erreichen. Vgl. Apgar, Strategic Role, S. 23. „Improvements in time management leverage space utilization and may reduce requirements for increased capacity as much as 300 percent.“ Apgar, Strategic Role, S. 23.

¹¹⁰⁷ Vgl. Apgar, Strategic Role, S. 23.

¹¹⁰⁸ Vgl. Deeble, Procurement, S. 146.

¹¹⁰⁹ Vgl. Chirgwin, Organisational Model, S. 139.

gelegt. Würde ein weiteres Szenario für den Verlauf der Unternehmensstrategie – beispielsweise die Aufgabe eines Unternehmensbereichs – und die daraus resultierende Flächennachfrage hinzugefügt, gabelte sich die Nachfragekurve. Die Unsicherheit und der resultierende Flexibilitätsbedarf würden noch größer.¹¹¹⁰



In Anlehnung an: Bomba, Right Space, S. 4.

Abbildung 39: Steigender Flexibilitätsbedarf mit zunehmendem Prognosezeitraum

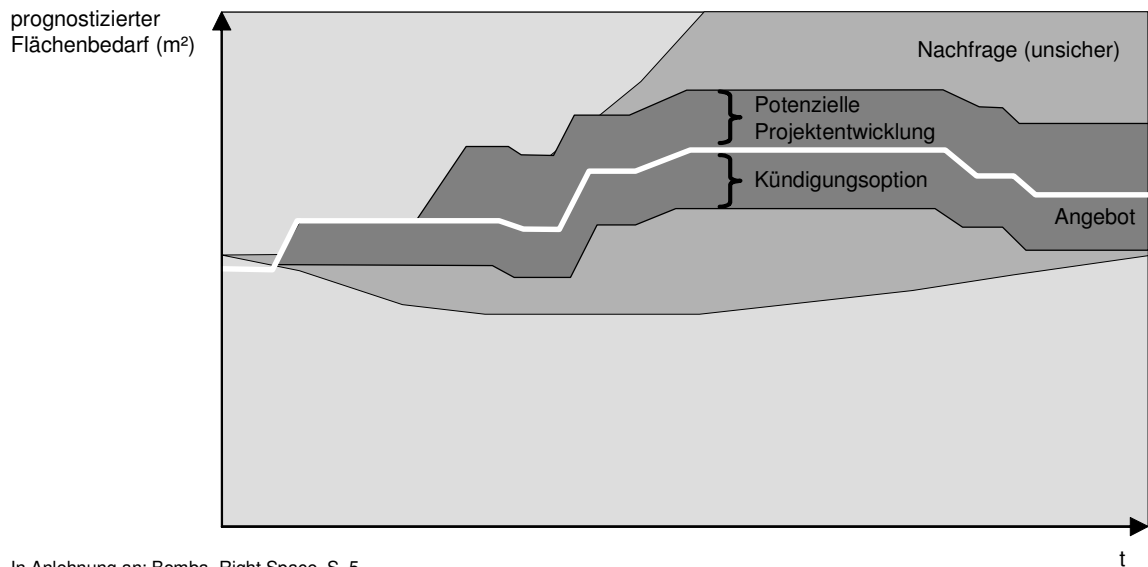
Durch die Vereinbarung von Kündigungsrechten in Mietverträgen, durch Flächenerweiterungsoptionen oder durch die Bevorratung von Flächen für die Entwicklung oder Erweiterung eigengenutzter Objekte kann – wie bereits erwähnt – Flexibilität bzgl. der Immobilienbereitstellung geschaffen werden. Abbildung 40 stellt zwei dieser Optionen – die Möglichkeit der Kündigung von Mietverträgen und die Möglichkeit der Flächenerweiterung durch Projektentwicklung – dar.¹¹¹¹ Diese Abbildung berücksichtigt jedoch nicht andere Möglichkeiten einer Anpassung der Flächenbereitstellung an den Flächenbedarf, die schwerer zu quantifizieren sind. So ist es beispielsweise möglich, Flächen unterzuvermieten oder zu veräußern, sofern die Marktbedingungen dies zulassen.¹¹¹² Bezüglich dieser Flexibilität sind die Kosten und die Zeiträume der Verwertung durch Untervermietung und Veräußerung zu berücksichtigen, denen Wahrscheinlichkeiten zugeordnet werden können, die vom Marktzyklus und anderen Faktoren wie Drittverwendungsfähigkeit abhängen.¹¹¹³

¹¹¹⁰ Vgl. Bomba, Right Space, S. 4

¹¹¹¹ Vgl. Bomba, Right Space, S. 5.

¹¹¹² Vgl. Bomba, Right Space, S. 5.

¹¹¹³ Vgl. Bomba, Right Space, S. 5.



In Anlehnung an: Bomba, Right Space, S. 5.

Abbildung 40: Flexibilisierung der Immobilienbereitstellung durch Mietvertragsoptionen oder Flächen- und Grundstücksbevorratung

4.4.5 Bestimmung notwendiger Vertragsbindung und -kontrolle

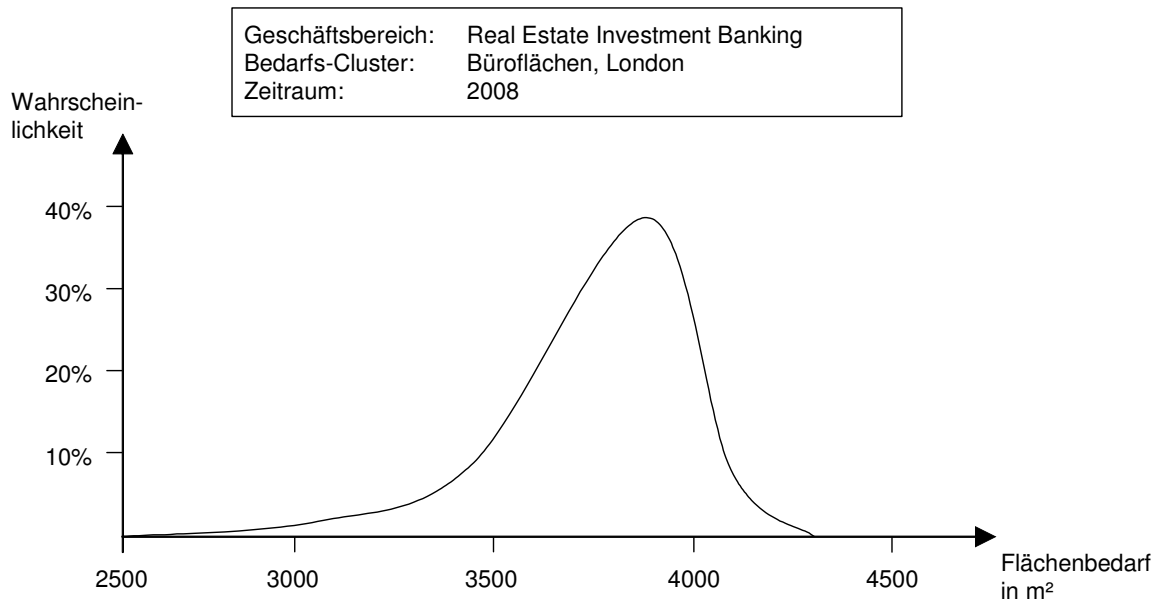
Auf Basis des zukünftigen Flächenbedarfs werden Bereitstellungsstrategien formuliert, die sicherstellen, dass der Bedarf zu allen Zeitpunkten gedeckt wird und möglichst kein Flächenüberhang auftritt.¹¹¹⁴ Als Ergebnis der Prognosen können Bedarfsquantitäten für bestimmte Cluster und Zeiträume Wahrscheinlichkeiten zugeordnet werden (vgl. Abbildung 41). Ist der Bedarf mit den entsprechenden Eintrittswahrscheinlichkeiten für sämtliche Nutzer und Cluster festgelegt, so kann auf Basis der aggregierten Wahrscheinlichkeitsverteilungen eines Bedarfs-Clusters die optimale Struktur der Verfügungsrechte, d.h. Vertragslaufzeiten und Optionen festgelegt werden (vgl. Abbildung 42).¹¹¹⁵

Hierbei sind die aus der Immobilienstrategie abgeleiteten Richtlinien maßgebend, die Vertragsbindungsrisiken regeln. Beispielsweise kann vorgegeben werden, dass Vertragsbindungen nicht eingegangen bzw. Flächen nicht akquiriert werden sollen, wenn die Wahrscheinlichkeit, dass in Zukunft kein Bedarf bestehen wird, größer als 20 % ist.¹¹¹⁶

¹¹¹⁴ Vgl. Bomba, Right Space, S. 3.

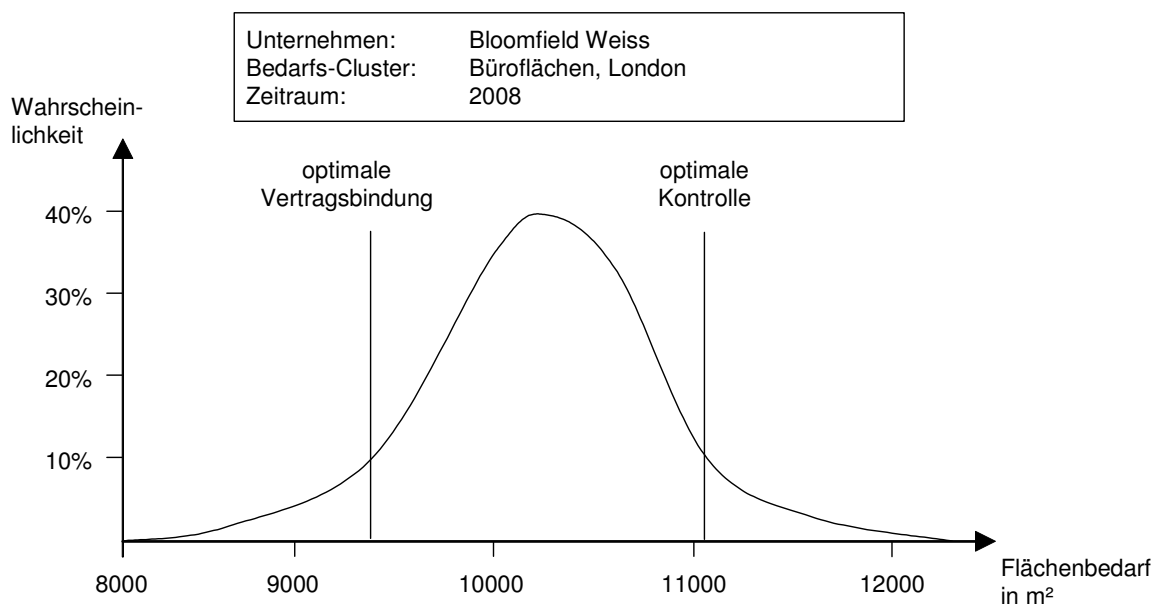
¹¹¹⁵ Vgl. Deeble, Procurement, S. 150.

¹¹¹⁶ Vgl. Deeble, Procurement, S. 151.



In Anlehnung an: Deeble, Procurement, S. 150.

Abbildung 41: Wahrscheinlichkeitsverteilung für Flächenbedarf



In Anlehnung an: Deeble, Procurement, S. 151.

Abbildung 42: Optimale Struktur der Verfügungsrechte

Abbildung 42 zeigt die optimalen Verfügungsrechte für die Anmietung von Büroräumen eines Finanzdienstleistungsunternehmens. Bei Realisierung dieser Struktur von Verfügungsrechten werden weder zu hohe Vertragsbindungsrisiken eingegangen, noch

kann eine wesentliche Flächenunterdeckung auftreten, da entsprechende vertragliche Optionen abgeschlossen wurden.¹¹¹⁷

Die Optimierung der Verfügungsrechte bei Unsicherheit bzgl. des zukünftigen Bedarfs kann auch durch Simulationsoptimierungen erfolgen, die die Kosten und Risiken berücksichtigen und so die im Sinne der Unternehmensstrategie optimale Bereitstellung unter Unsicherheit identifizieren.¹¹¹⁸

4.5 Optimierungsanalyse und Ableitung des Kernportfolios

4.5.1 Übersicht

Im Rahmen der Optimierungsanalyse werden die Dauer der Bereitstellung betriebsnotwendiger Immobilien festgelegt und betriebsneutrale Immobilien identifiziert.¹¹¹⁹ Diese Maßnahmen haben wesentlichen Einfluss auf den Unternehmenserfolg, da unnötige Leerstandskosten vermieden und die Flächenversorgung durch eine vorausschauende Bereitstellungsplanung bestmöglich gewährleistet wird.¹¹²⁰

Auf Basis der Bestandsanalyse und der Bedarfsanalyse findet ein Vergleich zwischen Ist- und Soll-Bestand – die so genannte Lückenanalyse¹¹²¹ – statt.¹¹²² Diese Lückenanalyse auf Ebene der Bedarfs-Cluster deckt Diskrepanzen zwischen dem vorhandenen Bestand und dem Bedarf der Unternehmenseinheiten auf, die durch Maßnahmen wie Akquisitionen zusätzlicher Flächen, Standortverlagerungen, Konsolidierungen, Steigerungen der Effizienz und der Funktionalität sowie Verwertungen beseitigt werden können, um die langfristige Optimierung der Versorgung der Unternehmenseinheiten

¹¹¹⁷ Vgl. Deeble, Procurement, S. 152.

¹¹¹⁸ Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 179. Somit gehen Simulationsoptimierungen über Monte-Carlo-Simulationen hinaus, die nur die Verteilung möglicher Ergebnisse einer Lösung bestimmen, während die Auswahl der besten Lösung auf dieser Basis noch zu bestimmen ist. Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 172-174.

¹¹¹⁹ Viele Unternehmen streben eine Optimierung ihres Immobilienportfolios durch die Identifikation und Verwertung betriebsneutraler Immobilien und die Identifikation und Umsetzung von Möglichkeiten zur wertoptimierten Bereitstellung an. Vgl. van der Schaaf/de Puy, CRE Portfolio Management, S. 150 f. sowie bspw. Cahill, Barclays, S. 31.

¹¹²⁰ Vgl. McNamara, Future Role, S. 126.

¹¹²¹ Vgl. bspw. Deeble, Procurement, S. 152.

¹¹²² Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 166.

mit Flächen zu gewährleisten und die Kapitalbindung in betriebsneutralen und dauerhaft entbehrlichen Objekten zu minimieren.¹¹²³

Die Optimierung des Bestands umfasst zwei wesentliche Bestandteile: die langfristige Bereitstellungsoptimierung auf Basis der Lückenanalyse, die die Verfügbarkeit von Flächen für einen mittel- bis langfristigen Planungshorizont sicherstellen soll und die eher kurzfristige, auf detaillierten Daten beruhende Nutzungsoptimierung, die der optimalen Allokation der Unternehmensimmobilien dient.¹¹²⁴ Die Nutzungsoptimierung hat tendenziell vermehrt Schnittstellen zum Facilities Management, während die Bereitstellungsoptimierung im Wesentlichen Schnittstellen mit der Unternehmens- und Finanzierungsstrategie aufweist.

Im Ergebnis kann das Kernportfolio als Bestand von Immobilien, die langfristig genutzt werden sollen, und das Verkaufsportfolio als Bestand von Objekten, die kurz- bis mittelfristig verwertet werden sollen, abgeleitet werden. Eine aggregierte Darstellung des vorhandenen Bestands auf Ebene des Gesamtunternehmens zeigt den Handlungsbedarf innerhalb des Gesamtportfolios auf¹¹²⁵ und kann für die Zuordnung von Prioritäten bei der Verwertung herangezogen werden. Die Entwicklung eines strategischen Bereitstellungsplans erlaubt die quantitative und qualitative Beschreibung der Maßnahmen, die geplant sind, um den Immobilienbestand an der Unternehmensstrategie auszurichten. Langfristige strategische Portfoliopläne umfassen drei bis fünf Jahre und werden im Rahmen eines aktiven Corporate Real Estate Portfoliomanagements häufig durch einen dynamischeren, kurzfristigen strategischen Plan ergänzt, der Gegenstand einer ständigen Optimierung und Weiterentwicklung ist.¹¹²⁶

4.5.2 Lückenanalyse und Optimierung von Vertragslaufzeiten

Nachdem Quantitäten und Laufzeiten für qualitative Bedarfs-Cluster ermittelt worden sind, ist festzustellen, ob die bereits vorhandenen Immobilien diesen Bedarf decken

¹¹²³ Vgl. Mount, *Strategic Facilities Planning*, S. 1; Mather, *Occupancy Planning*, S. 166. Vgl. auch Jolicoeur/Barrett, *Strategic Asset Management*, S. 42 f. Dabei ist es nicht ungewöhnlich, dass all diese Maßnahmen angesichts unterschiedlicher Entwicklungen der Unternehmenseinheiten zeitgleich erfolgen. Vgl. Wilson, *Facilities Strategies*, S. 28; Helling, *Rationalise*, S. 90. Infolge unterschiedlicher Entwicklungen des Flächenbedarfs kam es bereits vor, dass eine Unternehmenseinheit nicht länger betriebsnotwendige Flächen über einen Makler an eine andere Unternehmenseinheit desselben Unternehmens veräußert hat. Vgl. Kahn, *Lease Management*, S. 370 f.; Werres, *Beton*, S. 135.

¹¹²⁴ „Opportunity may be found in activities related to asset repositioning – in terms of financial holding or space utilisation [...]“ Lubieniecki/Desrocher, *Performance Scorecard*, S. 50.

¹¹²⁵ Vgl. Fitzpatrick et al., *Asset Management & Portfolio Optimization*, S. 33.

¹¹²⁶ Vgl. Acoba/Foster, *Aligning Corporate Real Estate*, S. 146.

können.¹¹²⁷ Dazu sind die Daten aus der Bestandsanalyse heranzuziehen.¹¹²⁸ Im Rahmen der Lückenanalyse wird somit geprüft, inwieweit der vorhandene Bestand vom ermittelten Bedarf abweicht, um die Bereitstellung durch geeignete Maßnahmen an den Bedarf anzupassen.¹¹²⁹ Dabei sind – falls vorhanden – die verschiedenen Szenarien der Bedarfsentwicklung und evtl. umzusetzende Maßnahmen der Effizienzsteigerung wie neue Arbeitsplatzkonzepte und Arbeitsformen zu berücksichtigen.¹¹³⁰

Die Anpassung der Verfügungsrechte an den Bedarf wird auch als „Duration Matching“ bezeichnet: Die Bereitstellung ist so an den Immobilienbedarf anzupassen, dass den Unternehmenseinheiten die richtigen Flächen im richtigen Ausmaß zum richtigen Zeitpunkt zu adäquaten Kosten bereitgestellt werden können.¹¹³¹ Sollten die vorhandenen Flächen von den nachgefragten abweichen, stehen dem Corporate Real Estate Management verschiedene Handlungsoptionen zur Verfügung: Nachfrageüberhängen kann durch Anmietung, Leasing bzw. Kauf oder Projektentwicklung begegnet werden. Sollte ein Überangebot an eigenen Flächen bestehen, so kann dieses durch Umnutzung oder Verkauf bzw. Untervermietung oder Abfindung des Vermieters abgebaut werden.¹¹³²

Als Ergebnis der aggregierten Lückenanalysen kann das gesamte Veräußerungsportfolio identifiziert werden. Dieses enthält typischerweise neben betriebsneutralen Immobilien, die intern nicht mehr genutzt werden, auch solche Immobilien, die dauerhaft entbehrlich sind, d.h. noch für einen gewissen Zeitraum genutzt werden, danach jedoch durch andere Objekte ersetzt oder ersatzlos freigezogen werden.

Abbildung 43 stellt ein Sub-Portfolio dar, das innerhalb des Prognosezeitraums von zehn Jahren lediglich in den Anfangsjahren einen Flächenüberhang aufweist.¹¹³³ In den folgenden Jahren wird dieser Überhang abgebaut. Darüber hinaus werden Vorkehrungen für möglichen zusätzlichen Flächenbedarf getroffen. Einerseits besteht eine Flächenerweiterungsoption für eine der angemieteten Flächen, andererseits können Flächen durch einen Neubau, d.h. die Realisierung von in diesem geografischen Cluster vorhandenen Grundstücksreserven geschaffen werden. Angesichts der Dauer der Vertragsbindungen vorhandener Mietverträge ist es unter Umständen jedoch sinnvoller,

¹¹²⁷ Vgl. Jolicoeur/Barrett, Strategic Asset Management, S. 44.

¹¹²⁸ Die Zuordnung kann nach einem Ranking der Unternehmensimmobilien erfolgen, das je nach Immobilienart und -nutzung nach unterschiedlichen Kriterien erstellt werden kann. Vgl. auch Nourse, Real Property Performance, S. 434-437.

¹¹²⁹ Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 166.

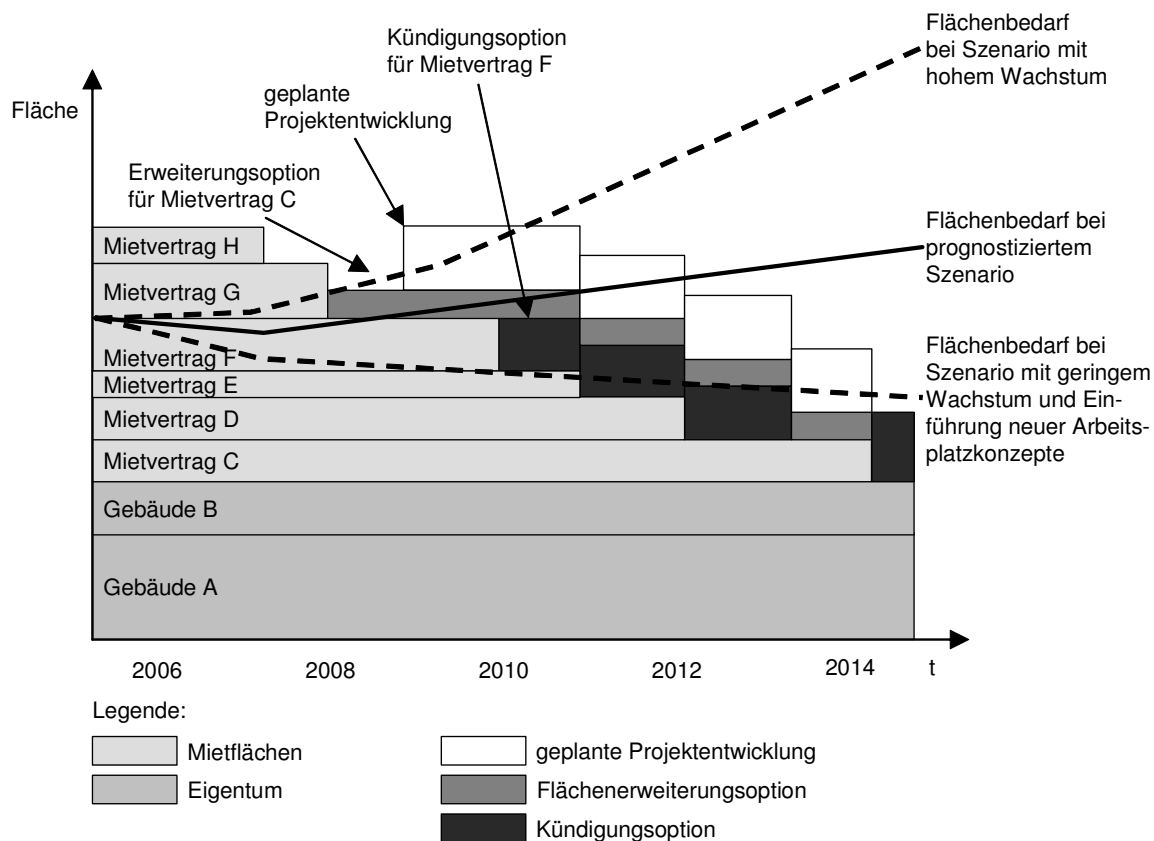
¹¹³⁰ Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 166; Manning/Rodriguez/Ghosh, Location Strategy, S. 327 f.

¹¹³¹ Vgl. Bomba, Right Space, S. 2 f.; Mather, Occupancy Planning, S. 167.

¹¹³² Vollrath, Informationsmanagement, S. 109.

¹¹³³ Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 167.

kurzfristig zusätzliche Flächen anzumieten. Sinkt der Bedarf, so kann einer der Mietverträge gekündigt werden.¹¹³⁴



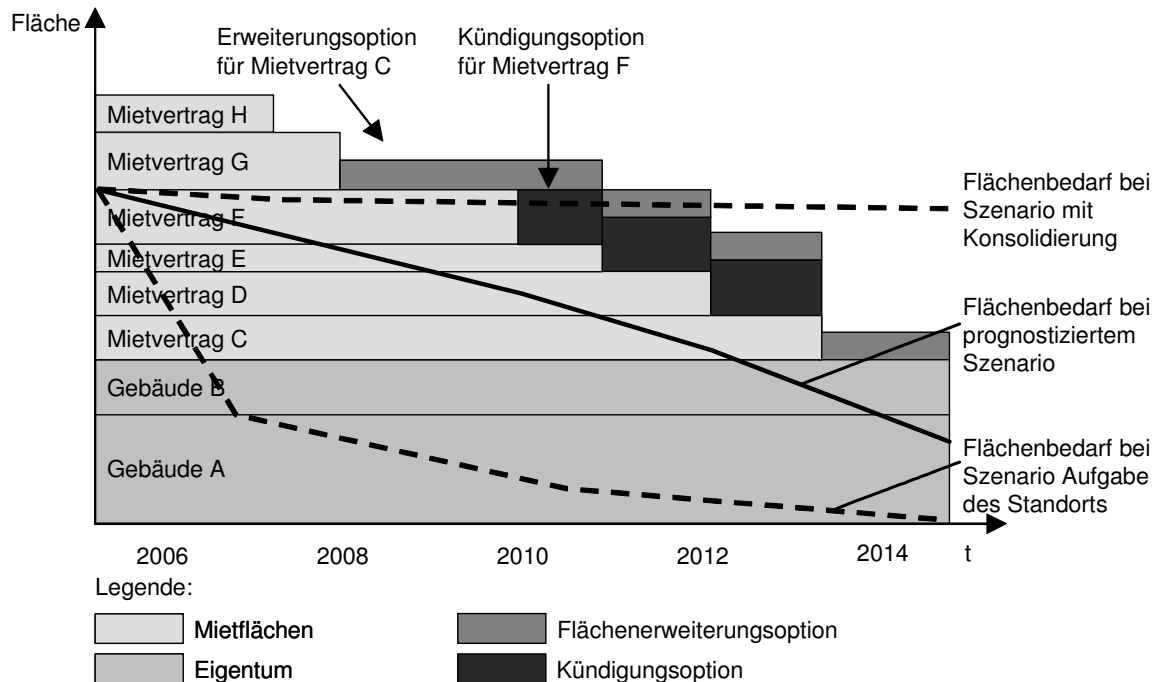
In Anlehnung an: Mather, Occupancy Planning, S. 166; Mather, Intuition vs. Analysis, S. 16.

Abbildung 43: Lückenanalyse: Gegenüberstellung von Bedarf, Bestand und Optionen bei zunehmendem Bedarf

Es ist jedoch auch denkbar, dass der Bedarf stärker zurückgeht, so dass Flächen einer Verwertung zuzuführen sind.¹¹³⁵ Ein solches Szenario wird in Abbildung 44 dargestellt. In diesem Fall ist – wie auch bei jeder Entscheidung bzgl. der zukünftigen Bereitstellung – eine Optimierungsanalyse durchzuführen.

¹¹³⁴ Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 167.

¹¹³⁵ Immobilien, die einen den Wert bei tatsächlicher Nutzung deutlich übersteigenden Highest and Best Use aufweisen, werden in dieser Betrachtung nicht dargestellt, da sie nicht mehr als Alternative für die Nutzung in dem entsprechenden Bedarfs-Cluster anzusehen sind.



Eigene Darstellung.

Abbildung 44: Lückenanalyse: Gegenüberstellung von Bedarf, Bestand und Optionen bei abnehmendem Bedarf

4.5.3 Nutzungsoptimierung

Die Nutzungsoptimierung dient der effizienten Allokation der Immobilien eines Unternehmens.¹¹³⁶ Auf Basis der Bedarfs- und Bereitstellungsplanung wird die Nutzung des vorhandenen Bestands auf Ebene der Sub-Portfolios optimiert. Ziel ist die kosteneffiziente Bereitstellung von Flächen unter Berücksichtigung der langfristigen Bereitstellungsstrategien.¹¹³⁷ Dabei werden auch Aspekte wie die organisatorischen Bedürfnisse der Unternehmenseinheiten berücksichtigt.¹¹³⁸

Die Nutzungsoptimierung und Steigerung der Auslastung beginnt typischerweise mit intuitiv einsichtigen Aktivitäten wie

- Kündigung von Mietverträgen,
- Untervermietung von Immobilien mit dem größten Marktwert,

¹¹³⁶ „Which business groups should be assigned to which cities, facilities and floors?“ Mather, Occupancy Planning, S. 167.

¹¹³⁷ Vgl. „Pritchard/Bell, Portfolio Management, S. 184; Vollrath, Informationsmanagement, S. 109. „[...] short term actions should be taken in concert with a longer-term vision of the portfolio.“ Pritchard/Bell, Portfolio Management, S. 184.

¹¹³⁸ Vgl. Mount, Strategic Facilities Planning, S. 3.

- Standortkonzentration und Verlagerung der Unternehmenseinheiten mit den geringsten direkten und indirekten (Betriebsunterbrechungskosten etc.) Umzugskosten und
- Freiziehung von Immobilien, die den Anforderungen nicht mehr gerecht werden.¹¹³⁹

Bei der Zuordnung der Unternehmenseinheiten ist es aufwandsminimierend, die Zuordnung nach Prioritäten wie Relevanz bestimmter Räumlichkeiten für bestimmte Geschäftseinheiten vorzunehmen. Zur Optimierung dieser Maßnahmen können die Kosten unterschiedlicher möglicher Konstellationen ermittelt und die Alternative mit den geringsten Kosten umgesetzt werden.¹¹⁴⁰

Diese intuitive Herangehensweise führt mit der zunehmenden Komplexität verschiedener, teilweise konfligierender Vorgaben bzw. Variablen zu suboptimalen Ergebnissen.¹¹⁴¹ Daher sind ab einem gewissen Komplexitätsgrad mathematische Optimierungsmodelle einzusetzen.¹¹⁴² Hierbei wird auf Basis vorgegebener Ziele wie portfoliobezogener Ziele, Nutzeranforderungen, Kosten und Nebenbedingungen – insbesondere der strategischen Relevanz von Flächen – die optimale Kombination sämtlicher möglicher Kombinationen berechnet.¹¹⁴³ Die Berücksichtigung schwer quantifizierbarer qualitativer Kriterien wie Produktivität der Mitarbeiter kann – wie auch bei der Optimierung der Bereitstellungsplanung – durch Simulationsoptimierungen erfolgen.¹¹⁴⁴

Das Ergebnis der Optimierungsanalyse des oben dargestellten Beispiels bei gegebener Kostensituation und Nebenbedingungen wie organisatorischen Erfordernissen in räumlicher Hinsicht wird in Abbildung 45 dargestellt. In diesem Falle ist eine Verwertung des Gebäudes A und eine Untervermietung der Fläche E ab 2007 bei einer Kon-

¹¹³⁹ Vgl. Mather, *Occupancy Planning*, S. 176. „Real estate operations and corporate strategy are considered tightly linked if real property measures are monitored on a regular basis to determine their fit with corporate needs and if feedback from such measures is used to change real property assets so that they conform better to corporate needs. Thus, the most revealing place to begin a comparison is with monitoring of lease renewals and options.“ Nourse, *Real Property Performance*, S. 433.

¹¹⁴⁰ Vgl. Mather, *Occupancy Planning*, S. 176.

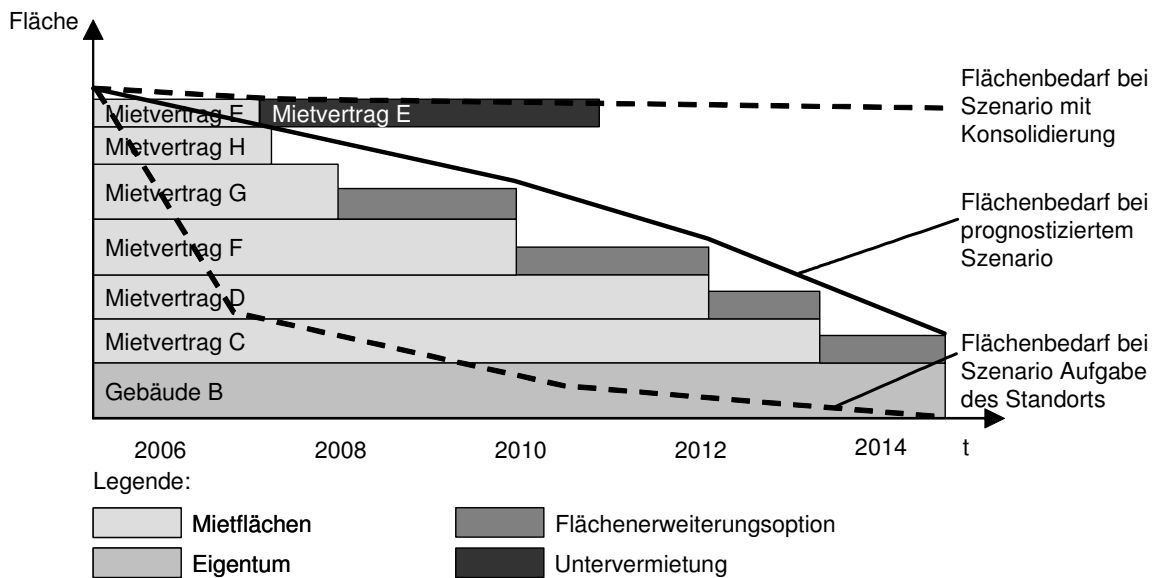
¹¹⁴¹ „Finding the optimal match among organizational modules and available or planned facilities is not a trivial problem to solve.“ Wilson, *Facilities Strategies*, S. 30. Zum Beispiel könnte die Organisationseinheit mit den höchsten Umzugskosten in einem Gebäude untergebracht sein, dessen Mietvertrag in naher Zukunft ausläuft, oder ein Gebäude mit infrastrukturellen Schwächen erzielt wesentlich weniger bei der Untervermietung als andere Objekte. Vgl. Mather, *Occupancy Planning*, S. 176.

¹¹⁴² Derartige Modell werden in anderen Bereichen wie bspw. der Optimierung von Flugplänen, der Optimierung integrierter Planungsprozesse im öffentlichen Personenverkehr oder bei der Produktionsplanung bereits seit langem erfolgreich eingesetzt. Vgl. Fitzpatrick et al., *Asset Management & Portfolio Optimization*, S. 31. Sie führen gegenüber dem manuellen Vergleich zu wesentlichen Zeiteinsparungen und optimalen Ergebnissen. Vgl. Mather, *Occupancy Planning*, S. 189.

¹¹⁴³ Vgl. Fitzpatrick et al., *Asset Management & Portfolio Optimization*, S. 31.

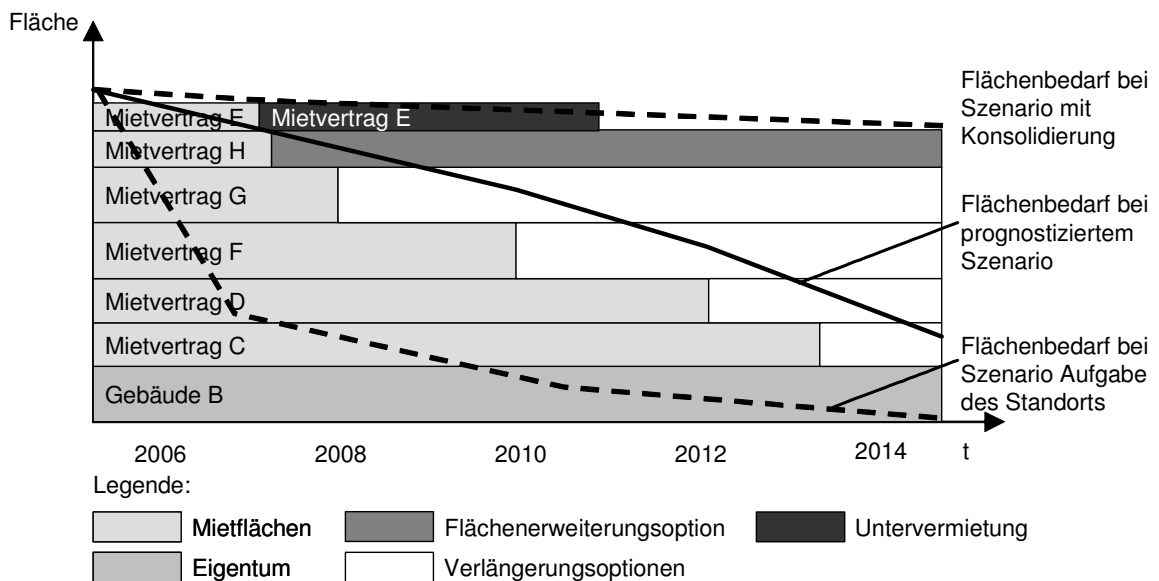
¹¹⁴⁴ Vgl. Mather, *Occupancy Planning*, S. 179.

solidierung der Nutzung in den vorhandenen Mietflächen und bei Ausübung der Erweiterungsoption für Fläche C optimal.¹¹⁴⁵



Eigene Darstellung.

Abbildung 45: Bereitstellung im Falle der Rationalisierung als Ergebnis der Optimierungsanalyse



Eigene Darstellung.

Abbildung 46: Optionen zur Sicherung der Verfügbarkeit

¹¹⁴⁵ Dies könnte auf hohe Opportunitätskosten der Bereitstellung durch Eigentum aufgrund vorliegenden Kapitalbedarfs für eine internationale Expansion oder Produktionsverlagerung an einen günstigeren Standort zurückzuführen sein. Möglicherweise erlaubt aber auch der Immobilienmarkt zu einem früheren Zeitpunkt eine bessere Verwertung des Objekts, da mit einem Rückgang der Immobilienpreise gerechnet wird.

Zusätzlich sollten außerdem Optionen vereinbart werden, damit im Falle der Beibehaltung des Standortes weiterhin genügend Flächen zur Verfügung stehen und kein Umzug notwendig wird bzw. das Risiko einer Mieterhöhung bei Neuverhandlungen vermieden werden kann (vgl. Abbildung 46).

Der zeitliche Horizont dieser Gegenüberstellung von Bedarf, Bestand und Optionen ist abhängig vom generellen Planungshorizont des Unternehmens bzw. der Unternehmenseinheiten sowie den Vorlaufzeiten der Bereitstellungsalternativen.¹¹⁴⁶

4.5.4 Entbehrlichkeitsprüfung

Die Objekte, die im Rahmen der Lückenanalyse als nicht länger betriebsnotwendig identifiziert wurden, und die Objekte, die in den jeweiligen Bedarfs-Clustern aufgrund ihrer Eigenschaften nicht berücksichtigt wurden – Objekte, deren Wert bei einer Alternativnutzung wesentlich vom derzeitigen Nutzwert abweicht und Objekte, die den qualitativen Kriterien der Geschäftseinheiten nicht mehr genügen – sind nun einer Entbehrlichkeitsprüfung zu unterziehen.

Falls unternehmensintern Flächenbedarf besteht, der noch zu decken ist, ist in baurechtlicher Hinsicht zu prüfen, ob diese Objekte den Bedarf durch eine Anpassung decken können. Ist dies grundsätzlich möglich, so ist in einem nächsten Schritt zu prüfen, ob eine Deckung des zukünftigen Bedarfs durch diese Objekte im Vergleich zu einer Anmietung bzw. einer Projektentwicklung oder einem Neuerwerb wirtschaftlich sinnvoll ist.¹¹⁴⁷ Die Beurteilung der Wirtschaftlichkeit sollte auch einen Vergleich zu Alternativnutzungen der Objekte beinhalten, da diese wesentlichen Einfluss auf den erzielbaren Veräußerungserlös haben und somit in den Wirtschaftlichkeitsvergleich einbezogen werden müssen.¹¹⁴⁸ Auf Basis der Wirtschaftlichkeitsanalyse und der Berücksichtigung einer Alternativnutzung kann eine Entscheidung bzgl. der durchzuführenden Optimierungsmaßnahmen erfolgen.¹¹⁴⁹

Als Ergebnis dieser Entbehrlichkeitsprüfung können betriebsneutrale Immobilien identifiziert und einer Verwertung zugeführt werden, d.h. es findet eine endgültige Trennung zwischen betriebsnotwendigen und nicht betriebsnotwendigen Immobilien statt. Die zu veräußernden Objekte sind im Rahmen des Asset Managements bezüglich ihrer Markt-

¹¹⁴⁶ Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 167.

¹¹⁴⁷ Vgl. o.V., Verwertungsverfahren, S. 101; Jolicoeur/Barrett, Strategic Asset Management, S. 44 f.

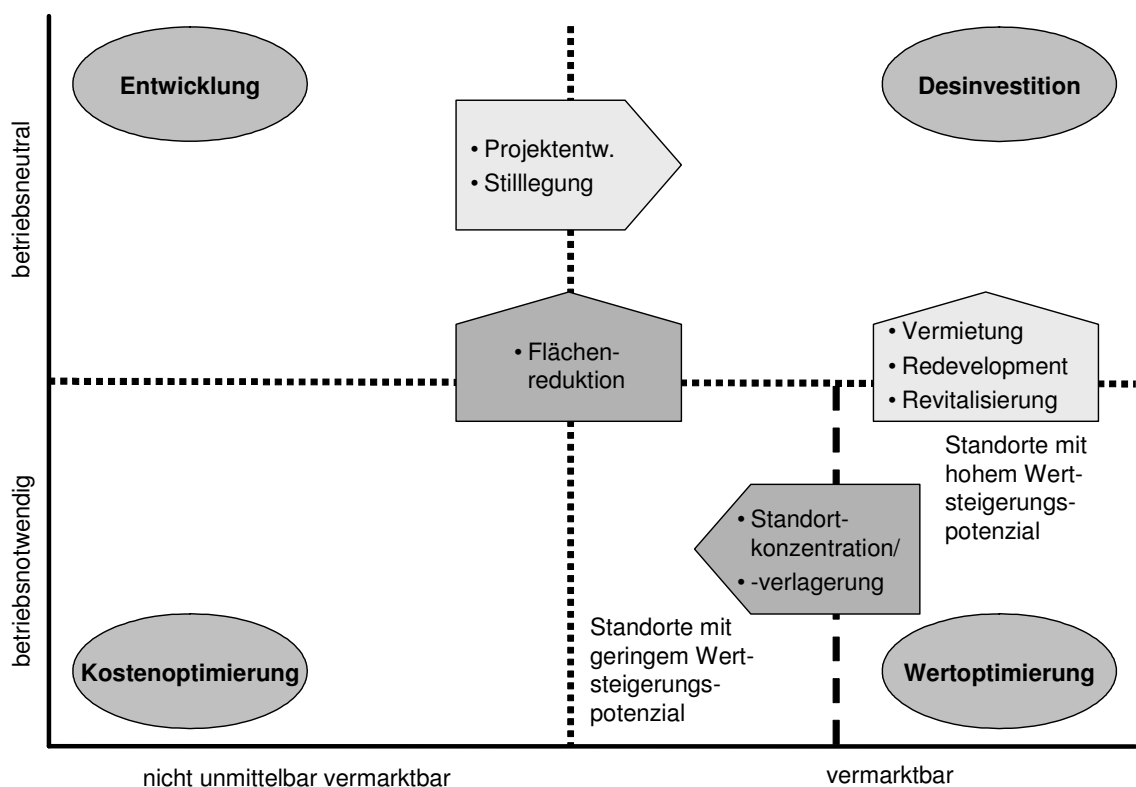
¹¹⁴⁸ Vgl. Jolicoeur/Barrett, Strategic Asset Management, S. 45; o.V., Verwertungsverfahren, S. 102.

¹¹⁴⁹ Vgl. Jolicoeur/Barrett, Strategic Asset Management, S. 45.

fähigkeit und möglicher Wertsteigerungspotenziale einer Bewertung zu unterziehen, auf deren Basis die Aufstellung eines Business-Plans erfolgt.¹¹⁵⁰

4.5.5 Einordnung in Portfolio-Matrix als Basis der Ableitung von Optimierungsstrategien

Nachdem die zukünftige Nutzung jedes Objektes festgestellt wurde, kann eine Einordnung nach Betriebsnotwendigkeit, Sicherheit des zukünftigen Bedarfs bzw. Flexibilitätsbedarf und Marktfähigkeit stattfinden. Langfristig zu nutzende Objekte werden dem langfristigen Zielfportfolio bzw. Kernportfolio zugeordnet und sind auf Möglichkeiten der optimalen Finanzierung zu überprüfen. Dauerhaft entbehrliche Objekte und betriebsneutrale Immobilien sind bezüglich der optimalen Verwertungsstrategie zu untersuchen. Eine aggregierte Darstellung des vorhandenen Bestands auf Ebene des Gesamtunternehmens zeigt den Handlungsbedarf innerhalb des Gesamtportfolios auf.



Eigene Darstellung.

Abbildung 47: Portfolio-Matrix zur Ableitung von Handlungsstrategien in Immobilienbeständen von Non-Property Companies

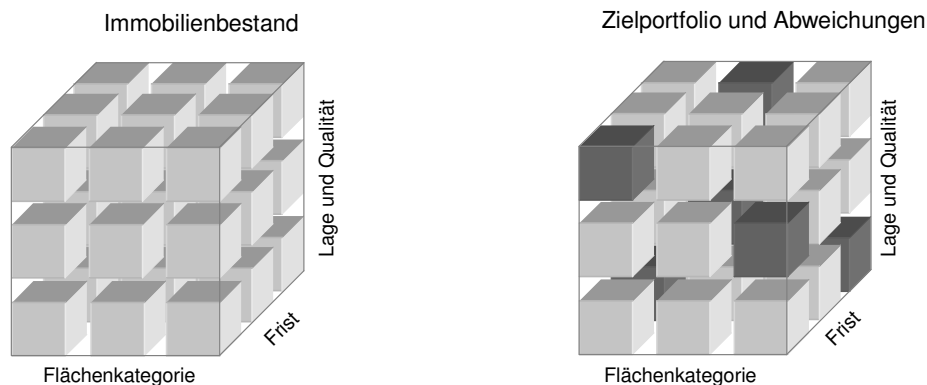
Die Visualisierung zeigt übersichtlich den Handlungsbedarf innerhalb des Portfolios auf, indem die einzelnen Objekte des Bestands bezüglich ihres Ist- und Soll-Zustands

¹¹⁵⁰ Dies ist Gegenstand von Kapitel 5.

in eine Matrix eingetragen werden. Diese Portfoliomatrix kann – ähnlich wie Matrizen der strategischen Unternehmensplanung – in eine Unternehmens- und eine Marktdimension aufgespannt werden (vgl. Abbildung 47).

Die Marktdimension sollte eingeteilt werden in marktfähig und nicht unmittelbar marktfähig. Die Skalierung dieser Dimension kann auch nach dem zu investierenden Aufwand für die Herstellung der Marktfähigkeit oder nach dem Wertsteigerungspotenzial erfolgen. Die Skalierung der Unternehmensdimension sollte nach der strategischen Bedeutung der Objekte für das Unternehmen und/oder der Dauer der Bereitstellung erfolgen. Die strategische Bedeutung der Immobilien ist bereits im Rahmen der Portfolioanalyse und der Lückenanalyse festgestellt worden, so dass eine Einordnung nach diesen Ergebnissen erfolgen kann. Die Marktfähigkeit – oder auch Drittverwendungsfähigkeit – und das Wertsteigerungspotenzial der Immobilien erfolgt auf Basis der Ergebnisse der Wertsteigerungsanalyse im Rahmen der Bestandsanalyse.

Die Darstellung kann jedoch auch in nach Lage, Typ und Nutzungsfrist erfolgen. Abbildung 48 stellt diese Sichtweise dar. Die Darstellung in der Portfolio-Matrix dient der Ableitung von Strategien zur Anpassung des Immobilienbestands an die strategischen Bedürfnisse.



Eigene Darstellung.

Abbildung 48: Abweichungen zwischen Ist- und Soll-Bestand

Die primäre Aufgabe des Corporate Real Estate Managements im Rahmen der Verwertung von Unternehmensimmobilien ist es, die Immobilienbereitstellung an den zukünftigen Bedarf anzupassen, d.h. eine Transformation des vorhandenen in das optimale Corporate Real Estate-Portfolio herbeizuführen. Für die Umsetzung der identifizierten Optimierungspotenziale im Rahmen des Asset Managements ist der Handlungsbedarf in einem strategischen Bereitstellungsplan in qualitativer und quantitativer

Hinsicht festzulegen.¹¹⁵¹ Basis hierfür sollte – anders als in der Praxis häufig der Fall¹¹⁵² – eine Analyse der Bereitstellungs- und Verwertungsmöglichkeiten unter dem Aspekt der Maximierung des Unternehmenswertes sein. Hierbei ist festzustellen, welche betriebsnotwendigen Immobilien im Rahmen einer Sale-Leaseback-Transaktion zu veräußern sind und welche betriebsneutralen Immobilien unverändert und welche im Wege einer aktiven Wertsteigerung verwertet werden sollen.

4.6 Zusammenfassung

Angesichts der unterschiedlichen Sichtweisen erfordert das Management des Immobilienportfolios differenzierte Analyseinstrumente, die den verschiedenen Dimensionen gerecht werden können.¹¹⁵³ Als Basiskonzepte des Corporate Real Estate Portfoliomanagements wurde das Kern-Peripherie-Konzept vorgestellt, das eine Orientierung der Bereitstellungsstrategien am Kontinuum der Betriebsnotwendigkeit – von sehr kurzfristigem bis zu unbefristetem Bedarf für Immobilien mit strategischer Relevanz – vorsieht. Daneben ist die Bildung homogener Flächenbedarfs-Cluster ein wesentliches Basis-Instrument der Steuerung der Immobilienbereitstellung auf Portfolioebene.

Der vorgestellte Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Prozess besteht aus vier wesentlichen Komponenten: der Ableitung der Immobilienstrategie aus der Unternehmensstrategie, der Ermittlung des zukünftigen Flächenbedarfs, der Analyse des Immobilienbestands und der Optimierungsanalyse. Im Rahmen jeder dieser Komponenten des Prozesses kommen verschiedene, sich ergänzende und zu verknüpfende Instrumente zur Anwendung. Der Prozess dient der Ableitung notwendiger Anpassungen des Flächenbestands an den Flächenbedarf. Im Resultat kann das langfristige Kernportfolio an Unternehmensimmobilien ebenso wie der Bestand an betriebsneutralen Immobilien identifiziert werden. Zudem kann auf der Grundlage der Optimierungsanalyse für jedes Objekt des Bestands die Dauer und Sicherheit der zukünftigen Nutzung und folglich die Notwendigkeit einer Flexibilisierung abgeleitet werden.

Die Bewertung und Umsetzung von Optimierungsmaßnahmen auf Ebene einzelner Objekte oder Cluster von Immobilien, die zu einer Anpassung des Bestands an den

¹¹⁵¹ Vgl. Acoba/Foster, Aligning Corporate Real Estate, S. 145.

¹¹⁵² Bei der Veräußerung von Investitionsgütern/Immobilien wird nachweislich weit weniger analytischer Aufwand betrieben als beim Erwerb. Vgl. Redman/Tanner, Acquisition and Disposition, S. 71 f. Auch die Opportunitätskosten der Bereitstellung durch Eigentum werden selten als Entscheidungskriterium der Immobilienbereitstellung herangezogen. „Rarely does a company assess the true opportunity costs of tying up capital in bricks and mortar rather than pursuing strategies that satisfy both business needs and shareowner requirements to generate 15 % to 25 % returns.“ Pollert/Glickman, Optimizing Shareowner Value, S. 34.

¹¹⁵³ Vgl. Joroff, Management Strategies, S. 5.

Bedarf führen, sind Gegenstand des Corporate Real Estate Asset Managements. Eine wesentliche Optimierungsmaßnahme ist die Desinvestition von Unternehmensimmobilien.

5 Ableitung von Desinvestitionsstrategien im Rahmen des Corporate Real Estate Asset Managements

Kapitel 5 behandelt die Desinvestition von Unternehmensimmobilien im Rahmen des Corporate Real Estate Asset Managements. Diese Funktion hat zwei wesentliche Aufgaben: zum einen ist die im Sinne der Anteilseigner optimale Verwertung betriebsneutraler Immobilien, zum anderen die optimale Bereitstellung bzw. Finanzierung betriebsnotwendiger Immobilien zu bestimmen. Die Beweggründe für die Desinvestition von Unternehmensimmobilien und die daraus resultierenden Zielsetzungen bestimmen die Rahmenbedingungen für die möglichen Verwertungs- und/oder Bereitstellungsstrategien. Die Möglichkeiten der Verwertung betriebsneutraler und der Monetarisierung betriebsnotwendiger Immobilien sind so vielfältig wie die möglichen Transaktionsformen zur Veräußerung von Immobilienbeständen, so dass eine Systematisierung und Erläuterung der Möglichkeiten notwendig erscheint. Die Bewertung der vorhandenen Alternativen erfolgt anhand einer Barwertermittlung, die sich an den Zielen der Anteilseigner des Unternehmens orientiert. Die Strukturierung von Teilbeständen zur Optimierung der Vermarktung ist Gegenstand des vorletzten Abschnitts. Das Kapitel schließt mit einer Zusammenfassung.

5.1 Konzeption des Corporate Real Estate Asset Managements

5.1.1 Grundlegende Konzepte des Asset Managements

Die Identifikation und Bewertung einzelner Bereitstellungsentscheidungen und Verwertungsstrategien fällt in den Bereich des Corporate Real Estate Asset Managements. Hier werden unternehmenswertmaximierende Akquisitions- und Verwertungsmaßnahmen identifiziert und umgesetzt. Insbesondere ist zu entscheiden, welche betriebsneutralen Immobilien mit welcher Wertschöpfung und in welchem Zeitrahmen desinvestiert werden sollen.

Für die Steuerung eines Immobilienobjektes sind im Rahmen des Real Estate Asset Managements im Allgemeinen zwei grundlegende Konzepte von besonderer Relevanz: die Performance-Beurteilung anhand des Total Return, der die allgemeine Zielsetzung der Maximierung der laufenden Rendite eines Objektes bei gleichzeitiger Erhaltung oder Steigerung des Objektwertes¹¹⁵⁴ berücksichtigt, und das Konzept des Highest and Best Use zur Bestimmung der optimalen Verwendung eines Objektes.¹¹⁵⁵ Zur quantita-

¹¹⁵⁴ Vgl. Scarrett, Asset Management, S. 29.

¹¹⁵⁵ Vgl. Scarrett, Asset Management, S. 29.

tiven Analyse von Optimierungsmaßnahmen dienen im Rahmen des Asset Managements verschiedene Ansätze. Häufig werden die Amortisationsvergleichsrechnung und die Rentabilität als Methoden der statischen Investitionsrechnung¹¹⁵⁶ sowie der Kapitalwert und der interne Zinsfuß einer Investition als Methoden der dynamischen Investitionsrechnung herangezogen.¹¹⁵⁷

Im Rahmen des Corporate Real Estate Asset Managements spielt die Highest and Best Use-Analyse für die Identifikation von Maßnahmen zur Erreichung des Zielportfolios, das als Resultat des Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Prozesses festgelegt wurde, eine entscheidende Rolle.¹¹⁵⁸ Dem Total Return dagegen kann als Beurteilungsgröße im Rahmen des Corporate Real Estate Managements keine nennenswerte Bedeutung beigemessen werden, da im Kontext einer Non-Property Company der Beitrag zum Unternehmenswert das wesentliche Beurteilungskriterium darstellt. Entsprechend ist auch der kapitalmarktorientierte Barwertvergleich von Bereitstellungs- und Verwertungsstrategien die geeignete Methode zur quantitativen Analyse der Alternativen, da Immobilieninvestitionen zu anderen Investitionsprojekten des Unternehmens in Konkurrenz stehen und eine Vergleichbarkeit hierzu gegeben sein muss.

5.1.2 Komponenten des Corporate Real Estate Asset Management-Prozesses

Das Asset Management als strategische Disziplin dient der Identifikation und Beurteilung von Maßnahmen,¹¹⁵⁹ die der Erreichung des Zielportfolios dienen. Besteht bspw. zusätzlicher, langfristiger Flächenbedarf, so ist zu überprüfen, ob die Bereitstellung durch Eigentum oder Anmietung vorzuziehen ist. Der Asset Management-Prozess und die für das Corporate Real Estate Asset Management maßgeblichen Rahmenbedingungen werden in Abbildung 49 dargestellt.

Den Ausgangspunkt des Asset Managements bildet das im Rahmen des Portfoliomanagements festgelegte Zielportfolio, das es durch geeignete kurz-, mittel- oder langfristige Maßnahmen zu erreichen gilt. Dies können Akquisitionen zusätzlicher Flächen, Desinvestitionen überflüssiger Flächen sowie Investitionen in den Bestand sein, die dazu beitragen, dass dem Unternehmen betriebsnotwendige Immobilien mit geeigneten Verfügungsrechten zur Verfügung stehen und betriebsneutrale Immobilien optimal,

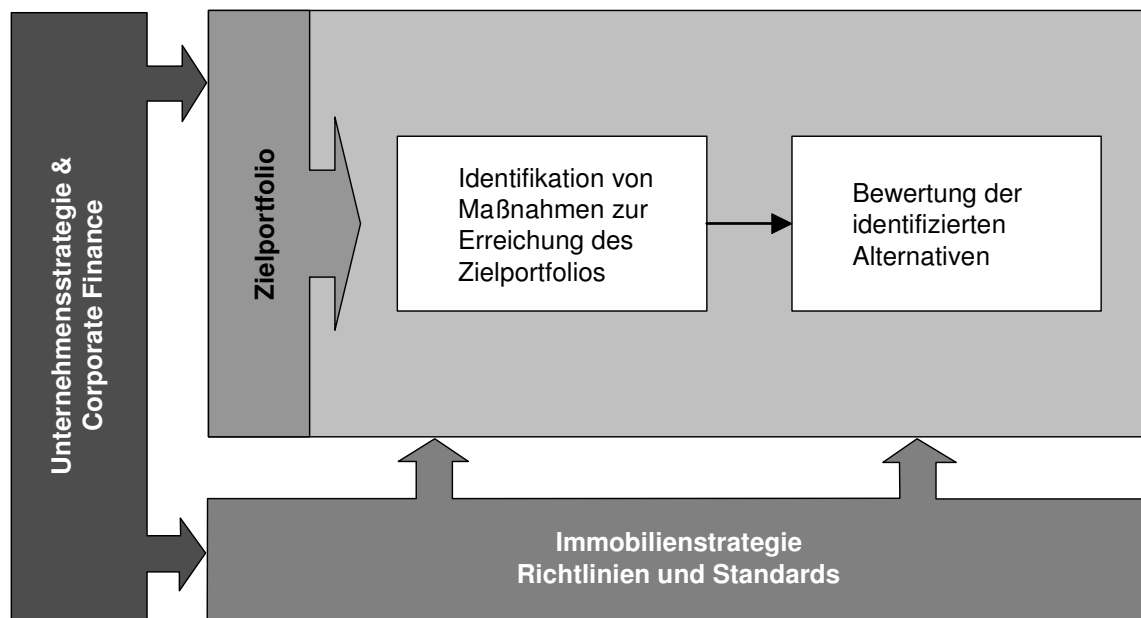
¹¹⁵⁶ Auf die Schwächen statischer Investitionsrechnungsmethoden soll im Rahmen dieser Arbeit nicht eingegangen werden. Vgl. hierzu Bone-Winkel et al., Immobilieninvestition, S. 642.

¹¹⁵⁷ Vgl. Scarrett, Asset Management, S. 42-44.

¹¹⁵⁸ Zur Funktionsweise und Bestimmung des Highest and Best Use vgl. Punkt 4.3.4 Analyse von Wertsteigerungspotenzialen bei alternativer Nutzung.

¹¹⁵⁹ Zur Unterscheidung von Routinetätigkeiten und strategischen Tätigkeiten im Rahmen der Optimierung einer Immobilieninvestition vgl. Scarrett, Asset Management, S. 29 f.

d.h. unternehmenswertmaximierend verwertet werden. In der Regel stehen mehrere Alternativen zur Erreichung des Zielfortfolios zur Verfügung, die es zunächst zu identifizieren gilt.¹¹⁶⁰ Generell sind Transaktionen vorzuziehen, die eine Veränderung der vorhandenen Struktur der Verfügungsrechte hin zur optimalen Struktur bewirken.¹¹⁶¹



Eigene Darstellung.

Abbildung 49: Corporate Real Estate Asset Management-Prozess und -Komponenten

Zur Identifikation geeigneter Maßnahmen bedarf es zahlreicher Kompetenzen wie die Kenntnis der relevanten Immobilienmärkte, der baurechtlichen Rahmenbedingungen, der Immobilienbewertung und die Fähigkeit, das Potenzial einer Immobilie in jedem Stadium des Immobilienlebenszyklus auszuschöpfen.¹¹⁶² Bei der Akquisition zusätzlicher Flächen spielt das Angebot auf dem Immobilienmarkt eine entscheidende Rolle, bei der Desinvestition die Nachfrage.

Sobald mögliche Strategien der Flächenbereitstellung und/oder -verwertung identifiziert wurden, erfolgt die Bewertung alternativer Strategien. Die Bewertung von Bereitstellungsstrategien für zusätzliche Flächen unterscheidet sich dabei kaum von der Bewertung einer Restrukturierung der Immobilienbereitstellung. Steuerliche Aspekte dürfen bei der Bewertung jedoch nicht außer Acht gelassen werden.

Die Entscheidung darüber, ob eine aktive Verwertung unter Kapitaleinsatz – insbesondere risikobehaftete Entwicklungsmaßnahmen zur Steigerung der Marktgängigkeit und

¹¹⁶⁰ Vgl. Soens/Brown, Asset Management, S. 220 f.

¹¹⁶¹ Vgl. Deeble, Procurement, S. 152.

¹¹⁶² Vgl. Scarrett, Asset Management, S. 30.

Ausschöpfung der Wertsteigerungspotenziale – grundsätzlich erfolgen soll, ergibt sich im Wesentlichen bereits aus der immobilienpolitischen Grundhaltung, die das Aktivitätsniveau der Immobilienverwertung festlegt. Eine Shareholder Value-orientierte Barwertbetrachtung kann jedoch Klarheit darüber schaffen, ob diese Grundsatzentscheidung über die aktive und passive Verwertung von Immobilien im Sinne der Anteilseigner des Unternehmens ist. Ein barwertorientierter Vergleich der Desinvestitionsalternativen dient somit der Ableitung der optimalen Verwertungsstrategie durch die Gewichtung der mit der Desinvestition verfolgten Zielsetzungen.

Weiterhin kann die Vorteilhaftigkeit von Maßnahmen zur Restrukturierung der Immobilienbereitstellung auf der Basis barwertorientierter Analysen ermittelt werden. Alternative Strategien zur Anpassung des vorhandenen Bestands an den zukünftigen Bedarf sind einer Bewertung zu unterziehen, um optimale Maßnahmen abzuleiten.¹¹⁶³ Im Ergebnis wird festgestellt, ob eine zeitnahe Desinvestition und Rückanmietung von Objekten mit befristeter Nutzung oder eine Veräußerung nach Ablauf der Nutzung durch das Unternehmen zu präferieren ist. Bezüglich langfristig betriebsnotwendiger Objekte ist zu prüfen, ob eine Umfinanzierung durch Sale-Leaseback-Transaktionen oder alternative Möglichkeiten der immobilienpezifischen und nicht immobilienpezifischen Fremdfinanzierung vorzuziehen sind.¹¹⁶⁴ Auf Basis der Shareholder Value-orientierten Berechnung der Vorteilhaftigkeit der Bereitstellung von Unternehmensimmobilien durch Eigentum oder Anmietung kann das Verkaufsportfolio abgeleitet werden.

5.2 Beweggründe und Zielsetzungen für Desinvestitionen

5.2.1 Beweggründe für die Desinvestition von Unternehmensimmobilien

5.2.1.1 Veränderung des Immobilienbedarfs

Die Notwendigkeit einer Restrukturierung der Immobilienbereitstellung kann auf verschiedene Ursachen zurückzuführen sein. Der technologische Fortschritt und die

¹¹⁶³ Eine Shareholder Value-orientierte Bewertung der Desinvestitionsstrategien für betriebsnotwendige Immobilien ist nur unter der Prämisse aussagefähig, dass den Zahlungen der festgelegten Periode auch ein indirekter Zahlungsstrom gegenüber steht, d.h. die Immobilien auch für den gesamten Zeitraum der vertraglichen Bindung genutzt werden. Ist dies nicht der Fall, wird Aktionärsvermögen vernichtet, da die Zahlungen durch die Wahl einer alternativen Bereitstellungsmethode hätten vermieden werden können. Vgl. Trundle, Hidden Value, S. 57-63. Die in Kapitel 4 dargestellte Analyse des Immobilienbedarfs und die darauf basierende Festlegung der Nutzungsdauer und der Sicherheit der Nutzung bilden die Basis für eine Bewertung von Bereitstellungsalternativen unter Shareholder Value-Gesichtspunkten.

¹¹⁶⁴ Die unternehmenswertorientierte Beurteilung der Vorteilhaftigkeit unterschiedlicher Formen der Finanzierung von Unternehmensimmobilien war Gegenstand der Dissertation von CROMMEN. Für eine detaillierte Betrachtung wird auf die Ausführungen des Autors verwiesen. Vgl. Crommen, Finanzierung, insbesondere S. 179-236.

Adaption neuer Geschäftsmodelle wie E-Banking und E-Commerce sowie neuer Arbeitsplatzkonzepte resultiert in einer größeren Standortunabhängigkeit und in einer Verringerung des Flächenbedarfs.¹¹⁶⁵ So beginnen beispielsweise Banken, ihre Filialnetze zu reduzieren.¹¹⁶⁶ Andererseits werden Standorte oder Flächen aufgrund veränderter Produktions- und Arbeitsbedingungen unzweckmäßig.¹¹⁶⁷

Die gesamtwirtschaftliche Konsolidierung zahlreicher Märkte sowie der steigende Wettbewerbsdruck durch eine Veränderung der regulatorischen Rahmenbedingungen und die zunehmende Globalisierung erfordern Restrukturierungs- und Konsolidierungsmaßnahmen sowie externes Wachstum durch Fusionen und Akquisitionen. Diese Maßnahmen resultieren in einer Anpassung des quantitativen und qualitativen Immobilienbestands durch Flächenreduktionen und Standortverlagerungen.¹¹⁶⁸ In Situationen einer grundlegenden Veränderung der Geschäftstätigkeit wird eine Desinvestition des Immobilienvermögens häufig angestrebt. „Currently, many organizations find their portfolio of resources out of alignment with their corporate vision and strategy.“¹¹⁶⁹

Der rapide technologische Wandel, soziale, politische und wirtschaftliche Unsicherheit und eine fortschreitende Globalisierung resultieren nicht nur in einem Rückgang, sondern auch in zunehmender Unsicherheit und starken Schwankungen des Flächenbedarfs, so dass eine Flexibilisierung der Immobilienbereitstellung erforderlich ist.

¹¹⁶⁵ Vgl. Gibson/Lizieri, Corporate Property Portfolio, S. 201; Pierschke, Facilities Management, S. 283; Rindlisbacher/Bernet/Gügler, Immobilien, S. B5; Manning/Rodriguez/Ghosh, Location Strategy, S. 327 f. Zum möglichen Einfluss von E-Commerce auf die Nachfrage nach Einzelhandelsflächen und die Veränderung des qualitativen Flächenbedarfs des Einzelhandels vgl. Dixon/Marston, Impact of E-Commerce, S. 156-159. Zum Einfluss der technologischen Entwicklung auf den qualitativen Immobilienbedarf im Allgemeinen vgl. Treichler, Vom Kontor zum Office, S. 33-40. Gemäß BULWIEN/NOSS sind in Deutschland noch keine Auswirkungen auf die Flächennachfrage der Unternehmen pro Arbeitsplatz zu verzeichnen. Vgl. Bulwien/Noss, Entwicklung der Büroflächeninanspruchnahme, S. 6.

¹¹⁶⁶ Vgl. Cohen, Banks Reduce High Street Presence, S. 1.

¹¹⁶⁷ Vgl. Knopp, Bedarfs- und Optimierungsplanung, S. 23.

¹¹⁶⁸ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 4; Englert, Strategic Alignment, S. 4; Helling, Rationalise, S. 91; Glagola, Outsourcing, S. 42; Katte et al., Bewertungssysteme, S. 1; Schulte/Schäfers, Modernes Immobilien-Management, S. 31; Arend, Portfolio Structuring, S. 260; Trappmann, Immobilien-Portfolio-Management, S. 8. Insbesondere Unternehmensfusionen erfolgen häufig mit der Zielsetzung, Kostenvorteile durch Synergiepotenziale zu erreichen. Unternehmensimmobilien spielen bei der Erreichung dieses, jedoch auch anderer Ziele eine wesentliche Rolle. Vgl. Wenkster, Merger and Acquisition Success, S. 224-229; Kessler-Park/Butler, Restructuring Corporate Real Estate, S. 9; Mackay/Kessler-Park, Disposal of Special-Purpose Assets, S. 11; Burg, Real Estate Assets, S. 513.

¹¹⁶⁹ Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 3.

5.2.1.2 Zunehmende Kapitalmarktorientierung

„Besonders für international tätige Großunternehmen wird der Wettbewerb um Kapital auf den weltweiten Finanzmärkten ausgetragen. Die günstige Beschaffung von Kapital ist ein wesentlicher Erfolgsfaktor und gelingt vor allem den Unternehmen, die im internationalen Vergleich nachhaltig wettbewerbsfähige Renditen erzielen.“¹¹⁷⁰

In einem zunehmend kompetitiven Kapitalmarkt sind Unternehmen gezwungen, ihre Geschäftstätigkeit zu überprüfen und die Ressourcen des Unternehmens auf die Kernkompetenzen zu konzentrieren.¹¹⁷¹ Somit sind die Konzentration auf Kernkompetenzen und einhergehende Outsourcing-Transaktionen in fast allen Wirtschaftsbereichen die wesentliche strategische Entwicklung der letzten Jahre und gewinnen zunehmend an Bedeutung.¹¹⁷² Denn die Fokussierung auf Kernkompetenzen geht einher mit dem Outsourcing sekundärer Prozesse der Wertschöpfungskette, bezüglich deren Erstellung das Unternehmen keine Wettbewerbsvorteile aufweist, d.h. die es in qualitativer und quantitativer Hinsicht nur genau so gut oder schlechter leisten kann als der Markt.¹¹⁷³ Dies ist bei der Bewirtschaftung, Finanzierung und dem Management von Immobilien überwiegend der Fall.¹¹⁷⁴ Die Ausrichtung der Unternehmen an den Interessen der Aktionäre und Fremdkapitalgeber und die damit verbundene Forderung nach einer Konzentration auf die Kernkompetenzen lenken daher zunehmend den Blick auf den Immobilienbestand.¹¹⁷⁵ Während operative Tätigkeiten wie das Facilities Management schon seit langem in bedeutendem Ausmaß fremd vergeben werden, gewinnt das Outsourcing des Eigentums an Immobilien zunehmend an Bedeutung.¹¹⁷⁶ Selbst Unternehmen wie Marriott haben sich entschlossen, Hotels nicht im Eigentum zu halten, sondern sich auf deren Management zu fokussieren.¹¹⁷⁷

¹¹⁷⁰ Vgl. Schreier/Schneider, Managementstrategien, S. 9.

¹¹⁷¹ Vgl. Glagola, Outsourcing, S. 42. „But today, as the market appears increasingly unwilling to reward corporate diversification, the sphere of activities once considered ‚complementary‘ is contracting sharply.“ Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 39.

¹¹⁷² Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 4; McAllister, Service Industry, S. 9; Feinen, Zukunftsperspektiven, S. 649; McNamara, Future Role, S. 123; Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 36.

¹¹⁷³ Vgl. McAllister, Service Industry, S. 9; Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 120.

¹¹⁷⁴ Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 120; Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 39.

¹¹⁷⁵ Vgl. McNamara, Future Role, S. 123. „Many companies are recognising that the capital tied up in [...real estate] can be deployed better.“ McNamara, Future Role, S. 123.

¹¹⁷⁶ Vgl. Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 42.

¹¹⁷⁷ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 39.

Kerngedanke des Kernkompetenzkonzeptes ist die Fokussierung des Unternehmens auf Fähigkeiten, durch die es sich im Wettbewerbsumfeld differenzieren kann.¹¹⁷⁸ „Die Vermutung liegt nahe, dass Unternehmen in ihrem Kerngeschäftsbereich aufgrund von Spezialisierungs- und Größenvorteilen langfristig bessere Risiko/Rendite-Relationen erzielen können als in Nicht-Kerngeschäftsfeldern“¹¹⁷⁹, so dass eine Kapitalbindung in Nebengeschäftsfeldern vor dem Hintergrund der Marktwertmaximierung des Eigenkapitals suboptimal ist.¹¹⁸⁰

Im Kerngeschäft des Unternehmens kann das in Immobilien gebundene Kapital oftmals eine höhere Rendite erwirtschaften.¹¹⁸¹ Bei einem eingeschränkten Kapitalzugang verschärft sich das Problem der Kapitalbindung, da Investitionsgelegenheiten nicht wahrgenommen werden können.¹¹⁸² Daher ist eine Restrukturierung der Immobilienbereitstellung insbesondere dann anzustreben ist, wenn im Kerngeschäft dringender Kapitalbedarf besteht oder das Risiko – und damit die Kapitalkosten – durch eine Restrukturierung der Unternehmensfinanzierung gesenkt werden können.

Die Rendite des in Immobilien gebundenen Eigenkapitals ist zudem nicht nur in Relation zum Kerngeschäft, sondern auch relativ zu der erzielbaren Rendite gering, d.h. durch das professionelle Management der Immobilienbestände von Non-Property Companies könnte eine höhere Rendite erzielt werden. Dies liegt zum einen an mangelnden Managementkompetenzen und -kapazitäten; oftmals sind den Vorständen nicht einmal die Verkehrswerte der Bestandsimmobilien bekannt.¹¹⁸³ Zum anderen können Immobilien im Verbund einer Non-Property Company nie die gleiche Rendite erwirtschaften wie in unabhängigen Immobilienunternehmen, da Immobilienentscheidungen in erster Linie nach den Zielen des Kerngeschäfts ausgerichtet werden, d.h. dem Kerngeschäft wird in der Regel gegenüber dem „Immobiliengeschäft“ Vorrang

¹¹⁷⁸ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 62. Vgl. grundlegend Prahalad/Hamel, Core Competence, S. 79-91. In der Literatur erfolgt keine einheitliche Verwendung des Begriffs „Kernkompetenz“. Für Gegenüberstellungen unterschiedlicher Abgrenzungen vgl. vertiefend Homp, Kernkompetenzen, S. 7 f.; Hümmel, Kernkompetenzen, S. 80 f.; Freiling, Resource-based View, S. 23.

¹¹⁷⁹ Crommen, Finanzierung, S. 115. Vgl. auch Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 36 f.

¹¹⁸⁰ Vgl. Crommen, Finanzierung, S. 115.

¹¹⁸¹ Vgl. McNamara, Future Role, S. 124; Roulac, Corporate-Owned Real Estate, S. 177; Hill, Maximising Shareholder Value, S. 336; Barris, Sale-Leasebacks, S. 107; Werres, Beton, S. 130; Fernández Reumann/Krieger/Friedrichs, Fallstudie Deutsche Telekom AG, S. 414; Rindlisbacher/Bernet/Gügler, Immobilien, S. B5. Infolgedessen werden Immobilien häufig als „nonperforming asset“ bezeichnet. Vgl. Allers, Big New Idea for Banks, S. 224.

¹¹⁸² Vgl. Hofmann, Historischer Ballast, S. 28.

¹¹⁸³ Vgl. Schulte, Stille Reserven, S. 45. Vgl. auch Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 40.

eingeräumt.¹¹⁸⁴ „The CRE [corporate real estate] managers must meet the business units' ever-changing space needs, follow the firm's locational strategy and comply with general policies. These objectives are often inconsistent with maximising investment returns.“¹¹⁸⁵ Dieses Argument führt auch HILL an: „As decisions in respect of managing property will always be subservient to the requirements of the core business, the property assets will probably not be as efficiently managed as they would be by a property company. For example, whenever a property decision conflicts with core business requirements core business will always prevail over an in-house property management team's recommendation.“¹¹⁸⁶ „Therefore, the financial performance of corporately owned property will never be as high as property owned by a dedicated property investor.“¹¹⁸⁷

Aus der Bereitstellung durch Eigentum resultieren offenbar auch mangelnde Anreize zur effizienten Nutzung und effektiven Steuerung.¹¹⁸⁸ So wird die Immobilienperformance bei angemieteten Immobilien wesentlich häufiger überwacht als bei eigengenutzten Immobilien, und der Grad der Auslastung ist bei angemieteten Immobilien höher.¹¹⁸⁹ Weiterhin werden angemietete Flächen den Geschäftseinheiten in der Regel zu Marktmieten in Rechnung gestellt, während dies für Flächen im Eigentum nur in etwa

¹¹⁸⁴ Vgl. Bryan, Sale-Leasebacks, S. 20; Kahn, Lease Management, S. 370; Deeble, Procurement, S. 149 f.; Wieland/Brunnhuber, Corporate Real Estate Management, S. 7; Hanson, Shareholder Value's Black Hole, S. 34; Hill, Impact of Corporate Real Estate, S. 318. „Business needs often dictate poor real estate decisions.“ Kahn, Lease Management, S. 370. „Corporations acquire real estate because of business needs, not according to market timing. This means that corporate users are rarely successful property traders. Since the buyers of corporate real estate are often other firms in the same industry, the forces that generate one firm's real estate sale decision will frequently also affect competitors. Thus, when a firm wants to sell property out of its corporate portfolio, often its competitors are also trying to reduce their property exposure, causing soft property prices.“ Linneman, Corporate Real Estate Strategies, S. 3. „Real estate is a very cyclical business and the past several years indicate the difficulty of timing real estate ownership with real estate occupancy requirements.“ Hanson, Shareholder Value's Black Hole, S. 34.

¹¹⁸⁵ Deeble, Procurement, S. 149 f.

¹¹⁸⁶ Hill, Maximising Shareholder Value, S. 336.

¹¹⁸⁷ Hill, Impact of Corporate Real Estate, S. 318.

¹¹⁸⁸ Unsicherheiten der Kapitalmarktakteure bezüglich der Effizienz des Managements von Immobilien im Verbund von Non-Property Companies werden oft auch als Grund für die mangelnde Reflexion des Immobilienvermögens im Marktwert des Unternehmens vermutet. Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 40.

¹¹⁸⁹ Vgl. Nourse, Real Property Performance, S. 431 und S. 438; Ghyoot, Lease v Buy, S. 6; Woollam, Flexibility, S. 78; Wist, Office Space, S. 3 und S. 16; Drivers Jonas, Sale & Leaseback, ohne Seite. WIST stellt in seiner Untersuchung fest, dass die Nutzungsdichte nicht nur bei angemieteten Büroflächen höher ist als bei eigengenutzten Flächen, sondern auch mit der Dauer der Nutzung abnimmt. Vgl. Wist, Office Space, S. 3. „64 % of commercial and industrial property in the UK is owner-occupied, but the tenants occupying the other 36 % use space more efficiently, saving up to 12 % on space per employee. There are ways an owner-occupier could achieve more efficient use of assets, the key sometimes being to lease rather than to own property.“ Drivers Jonas, Sale & Leaseback, ohne Seite.

50 % der Fälle zutrifft.¹¹⁹⁰ Dies führt tendenziell zu einer suboptimalen Allokation von Flächen im Eigentum.

Wenn der Immobilienbestand unzureichend verzinst wird, d.h. die erzielte Immobilienrendite nicht einmal ausreicht, um die immobilienpezifischen Kapitalkosten dieses Bereichs zu decken, resultiert die externe Kapitalbeschaffung in zusätzlichen Kapitalkosten.¹¹⁹¹ Zieht man zudem in Betracht, dass die Diversifikationswirkungen der Immobilien sich – falls überhaupt vorhanden – nicht in der Volatilität der Aktienkurse widerspiegeln,¹¹⁹² so verschärft sich das Problem. Denn in diesem Fall müsste das in Immobilien gebundene Vermögen nicht nur eine Immobilienrendite, sondern die häufig deutlich höhere Hurdle Rate des Gesamtunternehmens erwirtschaften.

5.2.1.3 Gefahr der Übernahme

Angesichts der Bilanzierung mit fortgeführten Buchwerten und der in den überwiegenden Fällen hinsichtlich der Grundstücke und Gebäude geringen Publizität in den Jahresabschlüssen können Anteilseigner weder das Immobilienvermögen noch die Performance des Immobilienmanagements beurteilen.¹¹⁹³ Aufgrund dessen – und angesichts des Misstrauens der Aktionäre bzgl. des Managements des Immobilienvermögens – werden Unternehmen mit erheblichem Immobilienvermögen durch die Börse nicht adäquat bewertet.¹¹⁹⁴ NELSON/POTTER/WILDE haben im Rahmen einer Untersuchung des Immobilienvermögens US-amerikanischer Unternehmen festgestellt, dass der inflationsbereinigte Buchwert der Immobilien im Durchschnitt 80 % des Marktwertes

¹¹⁹⁰ Dies geht aus einer Studie von PFNÜR/HEDDEN hervor. Danach werden weiterhin in 40 % der Fälle Eigentumsflächen zu Einheitspreisen verrechnet; 5 % der befragten Unternehmen stellen diese Flächen gar nicht in Rechnung. Vgl. Pfnür/Hedden, *Corporate Real Estate* 2002, S. 31. Bemerkenswert ist jedoch, dass im Rahmen der 1998 durchgeführten Studie lediglich 7 % der Unternehmen Gebäudekosten zu Marktpreisen verrechnet haben, so dass ein deutlicher Fortschritt zu verzeichnen ist. Vgl. Pfnür, *Organisation des Immobilienmanagements*, S. 24.

¹¹⁹¹ Vgl. Rindlisbacher/Bernet/Gügler, *Immobilien*, S. B5.

¹¹⁹² Dies wurde an anderer Stelle bereits im Detail diskutiert. Vgl. Punkt 3.5.3 Einfluss des Immobilieneigentums auf Unternehmens-Performance und Risiko.

¹¹⁹³ Vgl. Miles/Pringle/Webb, *Modeling*, S. 52 und S. 62 f.; Brueggeman/Fisher/Porter, *Rethinking*, S. 40; Haynes et al., *Property*, S. 9. „[...] public information is nearly nonexistent for real estate [...] The fact that management alone typically has access to this information gives rise to [...] agency issues [...]“ Miles/Pringle/Webb, *Modeling*, S. 62. „Large price jumps in response to the announcements of such [real estate] transactions have raised doubts about the ability of stock market investors to value non-income producing real estate. But whether such investor response is a sign of market inefficiency or management's failure to put corporate real estate to its 'highest and best use' remains an unresolved issue.“ Brueggeman/Fisher/Porter, *Rethinking*, S. 50.

¹¹⁹⁴ „At the extreme, the potential cost of neglecting [...] the 'highest and best use' principle of real estate management is loss of control of the company.“ Brueggeman/Fisher/Porter, *Rethinking*, S. 43. Zur Unterbewertung des Anlagevermögens börsennotierter Immobilien-gesellschaften vgl. auch Brennan, *Latent Assets*, S. 709 f.

tes des Unternehmens beträgt.¹¹⁹⁵ Infolge dieses „hidden value“ weisen Unternehmen mit signifikantem Immobilieneigentum nachweislich ein erhöhtes Übernahmerrisiko auf.¹¹⁹⁶ Sale-Leasebacks verwehren dem potenziellen Akquisiteur die Nutzung von Immobilien als Finanzierungsinstrument durch „asset stripping“.¹¹⁹⁷ Übernahmerrisiken haben bei einigen in den letzten Jahren durchgeführten Transaktionen einen entscheidenden Einfluss auf die Entscheidung zur Desinvestition gehabt.¹¹⁹⁸ „The takeover threat forces the incumbent management to prove the value of its assets, and the only way in which this can be accomplished is by sale.“¹¹⁹⁹

Angesichts der Unzulänglichkeiten und Gefahren stellt sich die Frage, wie sinnvoll die Aufrechterhaltung dieser hohen Kapitalbindung im Vergleich zur Reduzierung durch Monetarisierungsmaßnahmen und der damit einhergehenden Verbesserung der Unternehmensliquidität und -finanzlage ist.

5.2.1.4 Umstellung der Bilanzierung auf IAS/IFRS

Die Internationalisierung der Kapitalmärkte zieht verschärfte Anforderungen an die Unternehmenstransparenz und Bilanzierungsmethoden nach sich.¹²⁰⁰ Die passive Haltung bzgl. der Unternehmensimmobilien wird sich nach Meinung vieler Experten aufgrund der Umstellung der Bilanzierung auf IAS/IFRS ändern.¹²⁰¹ Deutsche börsennotierte Unternehmen sind seit 2005 verpflichtet, den Jahresabschluss nach IAS/IFRS aufzustellen und haben somit die Möglichkeit und im Falle betriebsneutraler Immobilien die Verpflichtung, den Zeitwert des Immobilienvermögens zumindest in den „notes“ anzugeben.¹²⁰²

¹¹⁹⁵ Vgl. Nelson/Potter/Wilde, Real Estate Assets, S. 29.

¹¹⁹⁶ Vgl. Brennan, Latent Assets, S. 710; Manning, Economics, S. 13; Dixon et al., Occupational Futures, S. 14; Miles/Pringle/Webb, Modeling, S. 50; Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 40; Ratner, Outsourcing, S. 2; Wainwright, Divestment, S. 341; o.V., Issues, S. 231. Das erhöhte Übernahmerrisiko ist im Rahmen mehrerer Studien mit statistischer Signifikanz empirisch nachgewiesen worden. Vgl. Ambrose, Takeover, S. 307 f.; Ambrose, Takeover, S. 584 und S. 588. BROUNEN/VAN DIJK/EICHHOLTZ weisen einen positiven Zusammenhang zwischen Immobilienvermögen und Übernahmewahrscheinlichkeit nur für überwiegend Büroimmobilien nutzende Unternehmen nach. Vgl. Brounen/van Dijk/Eichholtz, Takeovers, S. 1 und S. 17.

¹¹⁹⁷ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 44; Horn, Sale-Leaseback Financing, S. 38.

¹¹⁹⁸ So bspw. bei Abbey National und bei einigen Einzelhandelsunternehmen. Vgl. Lizieri/Ward, "Financial Alchemy", S. 16; Wainwright, Divestment, S. 341.

¹¹⁹⁹ Brennan, Latent Assets, S. 718. „[...] if market prices do not reflect asset values and the managerial objective function places any weight on the current market price, then there will be an incentive to realize asset values early.“ Brennan, Latent Assets, S. 727.

¹²⁰⁰ Vgl. Schulte, Stille Reserven, S. 45.

¹²⁰¹ Vgl. Friedemann, Liegenschaften, S. 43; Katte et al., Bewertungssysteme, S. 1.

¹²⁰² Vgl. Lang, IAS/IFRS-Bilanzierung, S. 342; Friedemann, Liegenschaften, S. 43.

Eine Bilanzierung betriebsnotwendiger Immobilien findet zwar aufgrund des eingeräumten Wahlrechts weiterhin überwiegend zu fortgeführten Anschaffungskosten statt;¹²⁰³ doch die höhere Transparenz bzgl. betriebsneutraler Immobilien infolge der Umsetzung internationaler Rechnungslegungsstandards übt dennoch Druck auf eine effektive Steuerung des Immobilienbestands aus, da die Bekanntgabe der Verkehrswerte betriebsneutraler Immobilien unweigerlich die Frage nach der erzielten und erzielbaren Rendite aufwirft.¹²⁰⁴ Zudem müssen nicht nur betriebsnotwendige Immobilien im Eigentum des Unternehmens, sondern auch angemietete Flächen, die nicht mehr genutzt werden, bilanziert werden.¹²⁰⁵ Infolgedessen gewinnt die Desinvestition nicht strategischer Immobilien an Bedeutung, bevor der Bedarf wegfällt.¹²⁰⁶

Die Offenlegung der stillen Reserven von Immobilienbeständen wird nicht nur den Aktien-, sondern auch den Immobilienmarkt nachhaltig verändern, da anzunehmen ist, dass sie viele Unternehmen zu einer Ausgliederung veranlasst.¹²⁰⁷ Außerdem führt die Verschärfung der Bilanzierungsregeln für ungenutzte Mietflächen tendenziell zu einer geringeren Bereitschaft, sich langfristig vertraglich zu binden, so dass auch diese Regelung Konsequenzen für den Immobilienmarkt hat. Das gleiche gilt für die geplante – wenn auch noch nicht umgesetzte – Bilanzierung sämtlicher Mietverpflichtungen.¹²⁰⁸

5.2.2 Ableitung eines Zielsystems für die Desinvestition von Unternehmensimmobilien

5.2.2.1 Übersicht

Die Ziele der Desinvestition von Unternehmensimmobilien ergeben sich aus den bereits diskutierten Zielen der Immobilienbereitstellung und den Beweggründen der Desinvestition. Das Primärziel der Desinvestition von Unternehmensimmobilien ist

¹²⁰³ Vgl. o.V., IAS, S. V3.

¹²⁰⁴ Vgl. Schulte, Stille Reserven, S. 45; Lang, IAS/IFRS-Bilanzierung, S. 345; Sotelo, Immobilienaktiengesellschaften, S. 24. So sehen sich Unternehmen mit großen Wohnungsbeständen neuerdings einem Handlungszwang ausgesetzt. Vgl. Archner, Marktwerte, S. 43.

¹²⁰⁵ Vgl. Die Kommission der europäischen Gemeinschaften, IAS 37, S. L261/332.

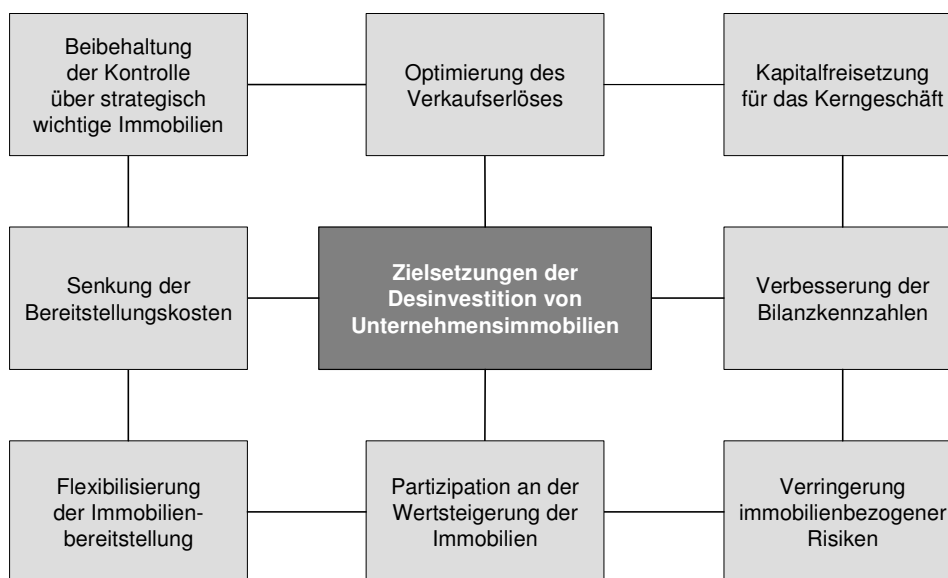
¹²⁰⁶ „In any event, it seems clear that identifying current and future space needs to eliminate non-strategic real estate assets before they become balance sheet liabilities has never been more important.“ Bomba, Right Space, S. 2.

¹²⁰⁷ Vgl. Schulte, Stille Reserven, S. 45. Vgl. auch Roulac, Corporate-Owned Real Estate, S. 176. „The financial restructuring of corporate-owned real estate would present competition for existing real estate investing programs. And, the financial restructuring of corporate-owned real estate could transform existing CMBS and REIT markets, both absolutely and also through the possible introduction of new legal forms of investment structures that might complement and/or compete directly with CMBS and REIT financing and ownership arrangements.“ Roulac, Corporate-Owned Real Estate, S. 176.

¹²⁰⁸ Vgl. hierzu Punkt 3.1.3.2 Exkurs zur Bilanzierung von Mietverträgen: IAS Lease Accounting Reform.

demnach die Steigerung des Unternehmenswertes. Dieses Ziel ist in operationale Ziele aufzuspalten. Die Festlegung der mit der Desinvestition von Unternehmensimmobilien verfolgten Zielsetzungen erfolgt grundsätzlich auf Basis der immobilienpolitischen Grundhaltung und der strategischen Notwendigkeiten. Sie ist jedoch mit einer kapitalmarktorientierten Berechnung der Vorteilhaftigkeit nach dem Kriterium einer Steigerung des Unternehmenswertes zu untersuchen. Entscheidend bei der Desinvestition betriebsnotwendiger Immobilien ist nicht die Maximierung des Veräußerungserlöses, sondern die Optimierung der Immobilienbereitstellung.

Der Grad der Zielerreichung ist abhängig von der Struktur des Immobilienbestands, den es zu veräußern gilt. Zwischen den im Folgenden dargestellten operationalen Zielen bestehen zudem zum Teil Zielkonflikte, so dass eine Priorisierung nach der Unterstützung des Primärziels zu erfolgen hat. So hat beispielsweise das Ausmaß der gewünschten Flexibilisierung der Immobilienbereitstellung Auswirkungen auf die Bereitstellungskosten oder den Veräußerungserlös.¹²⁰⁹ Auch zwischen der Maximierung des Veräußerungserlöses und der Minimierung des Veräußerungszeitraums bestehen Zielkonflikte.¹²¹⁰ Bei den Zielsetzungen kann grundsätzlich zwischen den in Abbildung 50 aufgeführten finanzwirtschaftlichen und strategischen Zielen unterschieden werden:



In Anlehnung an: Schäfers/Gier, Non-Property-Companies, S. 237; Schäfers/Gier/Wiffler, Monetarisierung, S. 535.

Abbildung 50: Zielsetzungen der Desinvestition von Unternehmensimmobilien

¹²⁰⁹ „It all depends on the trade-offs between operational flexibility, certainty on cost and value for money.“ McNamara, Future Role, S. 123.

¹²¹⁰ Vgl. Mackay/Kessler-Park, Disposal of Special-Purpose Assets, S. 15.

5.2.2.2 Kapitalfreisetzung

Immobilien binden beträchtliches Kapital, das oft dringend für Investitionen in das Kerngeschäft benötigt wird.¹²¹¹ Durch eine Veräußerung können diese Mittel freigesetzt und in das Kerngeschäft investiert werden.¹²¹² Dies ist insbesondere dann von Relevanz, wenn der Kapitalzugang aufgrund einer angespannten Kapitalmarktsituation oder aufgrund unternehmensindividueller Umstände erschwert ist.¹²¹³ Die Verwendung des freigesetzten Kapitals dient häufig auch einer Verbesserung der Kapitalstruktur durch Schuldentilgung¹²¹⁴ oder Aktienrückkäufe.¹²¹⁵

Für immer mehr Unternehmen ist die Verringerung der Kapitalbindung in betriebsnotwendigen, aber nicht der originären Wertschöpfung dienenden Wirtschaftsgütern unerlässlich. „Inzwischen ist im gesamten produzierenden Gewerbe [jedoch auch] verstärkt der Trend zu beobachten, nicht mehr nur Gebäudeflächen für die Bereiche Logistik, Verkauf- [!] oder Verwaltung zu leasen oder zu mieten, die klassisch nicht zum Kerngeschäft eines Unternehmens zählen, sondern auch Fertigungsstätten, Produktionsanlagen und Maschinen.“¹²¹⁶ Die Verminderung der Kapitalbindung verschafft den Unternehmen einen größeren finanziellen Spielraum, etwa für Forschung und Entwicklung oder Marketing.¹²¹⁷

5.2.2.3 Verbesserung der Bilanzkennzahlen

Trotz der Einbeziehung langfristiger Miet- oder Leasingverträge in das Kalkül von Analysten und Ratingagenturen¹²¹⁸ ist nicht von der Hand zu weisen, dass auch Bilanzkennzahlen zur Beurteilung eines Unternehmens herangezogen werden, die sich durch eine Veräußerung und Rückanmietung positiv beeinflussen lassen.¹²¹⁹ Zudem

¹²¹¹ Banken bspw. müssen erhebliche Investitionen in neue Technologien tätigen, um wettbewerbsfähig zu bleiben. Vgl. Helling, *Rationalise*, S. 91. Sie können Kapital aus Filialen freisetzen, die aufgrund der technologischen Entwicklung ohnehin zunehmend an Relevanz verlieren. Vgl. Helling, *Rationalise*, S. 91.

¹²¹² Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, *Rethinking*, S. 45; Buckley, *Portfolio Exit Strategies*, S. 362.

¹²¹³ Vgl. o.V., *Monetizing*, S. 10.

¹²¹⁴ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, *Rethinking*, S. 45; Liow, *Acquisition and Disposal*, S. 20 und S. 30.

¹²¹⁵ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, *Rethinking*, S. 45. „[...] the company could create a significant amount of additional shareholder equity by monetizing its real estate and acquiring a similar amount of outstanding stock [...]“. Levin, *Sale-Leaseback*, S. 59.

¹²¹⁶ Grübler, *Immobilienleasing*, S. 699.

¹²¹⁷ Vgl. Grübler, *Immobilienleasing*, S. 699.

¹²¹⁸ Vgl. Wainwright, *Divestment*, S. 335; Hens, *Marktwertorientiertes Management*, S. 219 f.; Trundle, *Hidden Value*, S. 60 und S. 66.

¹²¹⁹ Zu Simulationen der Wirkung von Sale-Leaseback-Transaktionen auf den Return on Net Assets (RONA) und den Return on Capital Employed (ROCE) vgl. Krumm/Linneman, *Corporate Real Estate Management*, S. 5.

weist das Management des Immobilieneigentums häufig Mängel auf. Infolgedessen verschlechtert sich der Kapitalzugang, wenn Ratingagenturen im Vorfeld einer Kapitalerhöhung „auf umfangreiche – und im Zweifel wenig ertragreiche – Immobilienbestände stoßen“¹²²⁰. Um den Zugang zu Kapital zu verbessern, streben viele Unternehmen eine Desinvestition des Immobilieneigentums an.

Monetarisierungsstrategien sollten jedoch nicht primär nach ihren bilanziellen Wirkungen, sondern hauptsächlich nach strategischen und Shareholder Value-Gesichtspunkten beurteilt werden. Erst in zweiter Linie sollte eine Optimierung der Transaktionsstruktur unter Bilanzierungsgesichtspunkten erfolgen. Die voraussichtliche Änderung der Rechnungslegungskriterien würde gegenwärtig wirkungsvolle Off-Balance-Konstruktionen ohnehin unter Umständen konterkarieren, so dass eine Orientierung hieran bereits zum jetzigen Zeitpunkt fragwürdig ist.

Im Vorfeld der Desinvestition betriebsnotwendiger Immobilien ist weiterhin deren Funktion als Kreditsicherheit zu überprüfen, wenn auch die Rolle der Immobilie als Kreditsicherheit für die Beleihung gegenüber der Fähigkeit des Unternehmens, Cashflows zu generieren, stetig abnimmt. Somit kann die Desinvestition von Unternehmensimmobilien – auch durch Sale-Leasebacks – und die Reinvestition des freigesetzten Kapitals in das Kerngeschäft des Unternehmens die Kreditwürdigkeit positiv beeinflussen statt sie zu beeinträchtigen.¹²²¹

Eine bedeutende Rolle bei Entscheidungen über die Desinvestition von Unternehmensimmobilien spielt insbesondere auch die Zielsetzung, keine Buchverluste zu realisieren. Dies gilt oftmals auch dann, wenn mit der Desinvestition eine Steigerung des Unternehmenswertes einherginge.¹²²² Doch diesbezüglich ist – insbesondere in den USA – ein Wandel in der Einstellung der Entscheidungsträger zu verzeichnen. Viele Unternehmen scheuen sich inzwischen nicht mehr, Buchverluste zu realisieren oder Immobilien, die unnötig Kapital binden, zu Preisen zu veräußern, die deutlich unter den Wiederbeschaffungskosten liegen, da mit diesen Veräußerungen deutliche Einsparungen in den Folgeperioden erreicht werden.¹²²³

¹²²⁰ Friedemann, Liegenschaften, S. 43.

¹²²¹ Vgl. Weatherhead, Corporate Strategy, S. 117 f.

¹²²² Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 174; Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

¹²²³ Vgl. Apgar, Deconcentration, S. 59. Merrill Lynch, Nortel und Lucent Technologies haben Immobilienbestände zu Preisen veräußert, die lediglich bei der Hälfte und sogar bis zu einem Drittel des Wiederbeschaffungswertes liegen. Vgl. Apgar, Deconcentration, S. 59.

5.2.2.4 Beibehaltung der Kontrolle über strategisch bedeutende Immobilien

Die Desinvestition strategischer Immobilien darf nur unter der Bedingung erfolgen, dass deren Kontrolle erhalten bleibt. Zudem ist die funktionale Flexibilität der Objekte zu wahren.¹²²⁴ Die Kontrolle muss mit der Monetarisierung des Immobilienvermögens nicht zwangsläufig verloren gehen. Rückkauf- und Mietverlängerungsoptionen können eine langfristige strategische Kontrolle gewährleisten, auch wenn das Eigentum an den Immobilien an ein drittes Unternehmen übergeht. Zudem ist es auch möglich, durch Lease-Leaseback-Transaktionen Mittel aus Immobilien freizusetzen, die für den Fortbestand eines Unternehmens unerlässlich sind.

5.2.2.5 Flexibilisierung der Immobilienbereitstellung

Eine wesentliche Zielsetzung der Restrukturierung der Immobilienbereitstellung ist die Flexibilisierung, um Immobilienrisiken an professionelle Investoren abzuwälzen, wenn die mittel- bis langfristige Planbarkeit des Flächenbedarfs eingeschränkt oder gar nicht möglich ist.¹²²⁵ Während klassische Sale-Leaseback-Transaktionen dieses Erfordernis nicht erfüllen, eröffnen strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen flexible Vereinbarungen, so dass Flächen geräumt und auch verändert werden können.¹²²⁶ Auf diese Weise kann der Immobilienbestand besser in die dynamische Unternehmensplanung integriert werden.¹²²⁷ Die Flexibilisierung führt auch zu einer Risikoreduktion und einer Senkung der Total Occupancy Costs, da Leerstand vermieden werden kann.¹²²⁸

5.2.2.6 Senkung der Bereitstellungskosten

Die Kostensenkung ist eine wesentliche Zielsetzung von Sale-Leaseback-Transaktionen.¹²²⁹ Durch die Reduktion und Vermeidung von Leerstand, die effiziente Immobilienbewirtschaftung und die Verbesserung der Anreizmechanismen kann eine Sen-

¹²²⁴ Vgl. Asson, Real Estate Partnerships, S. 328.

¹²²⁵ Vgl. Bryan, Sale-Leasebacks, S. 19; Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 121; Pederson, Flexible Product, S. 388; Barris, Sale-Leasebacks, S. 106; Pederson/Wooten, Market Focus, S. 368.

¹²²⁶ Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 121. „[...] we see a growing demand for portfolio sales [...] that strip real estate risk from corporations and reward innovative service providers that can manage the resulting risk effectively in the face of changing market conditions.“ Pederson/Wooten, Market Focus, S. 369.

¹²²⁷ Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 121.

¹²²⁸ Vgl. Pederson, Flexible Product, S. 388; Laposa/Charlton, Property Holdings, S. 36.

¹²²⁹ Vgl. Bryan, Sale-Leasebacks, S. 19. Die Kostensenkung ist ohnehin eine wesentliche Zielsetzung des Corporate Real Estate Managements. In der jährlichen CREMRU-JCI-Umfrage wurde als wichtigstes Ziel des Corporate Real Estate Managements in den letzten drei Jahren jeweils die Bereitstellung adäquater Arbeitsplätze zu den geringst möglichen Kosten angegeben. Vgl. Bon/Gibson/Luck, CREMRU-JCI Survey 1993-2002, S. 159.

kung der Immobilienbereitstellungskosten erreicht werden.¹²³⁰ Durch die Ausgliederung des Immobilienvermögens können Effizienzsteigerungen im Rahmen des Managements von Anlagevermögen erreicht werden, da der neue Eigentümer auf das Management von Immobilien spezialisiert ist und durch die Steuerung eines größeren Immobilienportfolios Größenvorteile erzielen kann.¹²³¹ Zudem erfordert die zunehmende Volatilität des Flächenbedarfs aktives Management, das wahrscheinlich durch ein spezialisiertes Unternehmen besser erbracht werden kann als unternehmensintern.¹²³² Die Spezialisierung auf die Immobilienbereitstellung drückt sich zudem nicht nur in geringeren Kosten, sondern auch in einer qualitativen Verbesserung der outgesourcten Leistungen aus. Branchenexperten gehen davon aus, dass durch fokussierte Immobilienunternehmen angesichts des hohen Fixkostenanteils Größenvorteile erzielt werden können, die in einem funktionierenden Wettbewerb an die Mieter weitergegeben werden.¹²³³ Die Hypothese, dass eine Ausgliederung Effizienzsteigerungen nach sich zieht, stützen mittelbar auch die Ergebnisse verschiedener Studien, wonach sowohl bezüglich des Immobilienbestands als auch bezüglich der immobilienbezogenen Kosten in vielen Unternehmen keine ausreichende Transparenz besteht, so dass eine effektive Steuerung gar nicht möglich ist.¹²³⁴

Als Vergleichsmaßstab für Kosten der internen und externen Immobilienbereitstellung – d.h. der Bereitstellung durch Eigentum oder durch Anmietung bis hin zur Bereitstellung durch Serviced Offices – bedarf es einer Berücksichtigung der gesamten Bereitstellungskosten.¹²³⁵ Diese müssen genau definiert werden, um Aussagen bzgl. der Vorteilhaftigkeit von Bereitstellungsalternativen ableiten zu können.¹²³⁶ Häufig werden jedoch unterschiedliche Kostenbestandteile zum Vergleich herangezogen bzw. einfach ausgelassen. Die Kosten der Bereitstellung von Informations- und Kommunikationssystemen beispielsweise machen in vielen Unternehmen bereits 50 % der Total Occupancy Costs aus, so dass diese beim Vergleich zwischen angemieteten Büroflächen und

¹²³⁰ Vgl. Woollam, Flexibility, S. 78; Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 120; Louko, Portfolio Outsourcings, S. 84.

¹²³¹ Vgl. Linneman, Corporate Real Estate Market, S. 11; Barris, Sale-Leasebacks, S. 106.

¹²³² Vgl. Buckley, Portfolio Exit Strategies, S. 367.

¹²³³ Vgl. Benjamin/de la Torre/Musumeci, Leasing versus Owning, S. 228.

¹²³⁴ Vgl. Wieland/Brunnhuber, Corporate Real Estate Management, S. 8 und S. 11; Schäfers, Strategisches Management, S. 278-283.

¹²³⁵ Vgl. Gibson et al., Needs & Choices, S. 27. Problematisch beim kostenmäßigen Vergleich verschiedener Bereitstellungsalternativen erweist sich nach wie vor der mangelnde Zugriff auf relevante Daten aufgrund organisatorischer Barrieren. Gibson et al., Needs & Choices, S. 27.

¹²³⁶ Kostenstandards können eine Vergleichbarkeit gewährleisten, so bspw. der International Total Occupancy Cost Code der OPD. Vgl. Investment Property Databank (IPD), Total Occupancy Cost Code, S. 8-15.

Serviced Offices nicht vernachlässigt werden dürfen.¹²³⁷ Zudem müssen die Kapitalkosten in das Kalkül einbezogen werden, insbesondere wenn Mittel vom Unternehmen alternativ wertsteigernd eingesetzt werden können.

Durch die Desinvestition von Unternehmensimmobilien können zudem die Kostentransparenz und die Kalkulierbarkeit gesteigert werden.¹²³⁸

5.2.2.7 Verringerung der Eigentümerrisiken

Da das Immobiliengeschäft in den überwiegenden Fällen nicht zum Kerngeschäft von Non-Property-Unternehmen gehört, mangelt es der Unternehmensführung zwangsläufig an Immobilienkompetenz.¹²³⁹ Es ist somit auch nicht im Sinne der Kapitalgeber, dass Unternehmen sich Immobilienmarktrisiken aussetzen, die für sie aufgrund mangelnder Kompetenz und Kapazität nicht kalkulierbar sind.¹²⁴⁰ Zudem hat die technische und somit wirtschaftliche Nutzungsdauer von Immobilien in den letzten zwei Dekaden stetig abgenommen.¹²⁴¹

Die Veräußerung von Immobilien löst Unternehmen vom Risiko der technischen Obsoleszenz und dem einhergehenden Wertverfall sowie vom Risiko anfallender Renovierungs- und Modernisierungsaufwendungen.¹²⁴² „A specialist real estate investor or service provider is better equipped to assess and bear the risks of property ownership.“¹²⁴³ Die Kosten der Immobilienbereitstellung können langfristig reduziert werden, wenn das

¹²³⁷ Vgl. Arend, Competitive Advantage, S. 74.

¹²³⁸ Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 119.

¹²³⁹ Manche Autoren weisen auf die Spezifität des Immobiliengeschäfts hin, das besondere Managementkompetenzen erfordert, die unter anderem auch zu einer Unterschätzung der Bedeutung von Immobilien innerhalb einer Non-Property Company oder durch den Markt oder beides führen. Vgl. dazu Ball/Rutherford/Shaw, Real Estate Spin-Offs, S. 599. HOUSTON kommentiert treffend: „Corporate landlords [...] are the most awkward types of landlord. They have been caught with surplus space [...] but are probably not resourced to do the management job properly. [...] their general lack of decisiveness and reluctance to provide financial resources for capital projects can be frustrating. [...] on the whole corporate landlords should be avoided whenever possible.“ Houston, Landlord and Capital Markets Code, S. 51.

¹²⁴⁰ „[...] a non-real estate corporation chooses in effect to bear residual real estate risk that may be completely unrelated to its operating success if the firm decides to own.“ Fisher/Webb, Current Issues, S. 224. Vgl. auch Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 48.

¹²⁴¹ Vgl. Rohmert/Degener, Kapitalanlage, S. 9.

¹²⁴² Vgl. Zimmer, Vermarktung, S. 33.

¹²⁴³ Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 120.

Management der Eigentümerrisiken auf einen spezialisierten Anbieter übertragen wird, der diese besser steuern kann.¹²⁴⁴

5.2.2.8 Aufrechterhaltung der Möglichkeit der Partizipation an der Wertsteigerung der Immobilien

Die Veräußerung des Immobilienvermögens zur Generierung von Liquidität bedeutet nicht, dass das Unternehmen damit zwangsläufig nicht an der Wertsteigerung derselben partizipieren kann. Mit der Vereinbarung von Rückkaufoptionen zu einem vorher festgelegten Preis kann sich das Unternehmen die Option auf eine Partizipation an der Wertsteigerung sichern, die im Falle einer positiven Marktentwicklung realisiert werden kann. Die Überwälzung des Wertentwicklungsrisikos wird sich der Investor jedoch im Regelfall durch einen Kaufpreisabschlag vergüten lassen, sodass die Wertsteigerung nicht vollständig dem veräußernden Unternehmen zugute kommt. Die Property Outsourcing-Transaktion der British Telecom bspw. enthält so genannte „sharing arrangements“ für verschiedene Wertsteigerungsmaßnahmen wie Redvelopments oder Refinanzierungen.¹²⁴⁵ Alternativ dazu kann an der Wertsteigerung auch auf Basis so genannter „equity leases“ partizipiert werden, die den Mieter an Einkünften und/oder Wertsteigerungen der Immobilien beteiligen.¹²⁴⁶

5.2.2.9 Optimierung des Veräußerungserlöses und der Wertschöpfung

Die Optimierung der Veräußerungserlöse gehört zu den wesentlichen finanzwirtschaftlichen Zielen. Die Bewertung der zu veräußernden Immobilienbestände muss die Marktverhältnisse widerspiegeln, da ein zu hoher Wertansatz eine Verkaufsbehinderung darstellt. Oft hat das Management immobilienveräußernder Unternehmen falsche Wertvorstellungen, die in einer unrealistischen Vorstellung des erzielbaren Verkaufspreises resultieren. Dies gilt insbesondere für den deutschen Markt, da Immobilienrenditen hier aufgrund hoher Kauf- bzw. Verkaufspreise im internationalen Vergleich gering sind.

Weiterhin ist es auch möglich, dass die weitere Nutzung durch das Unternehmen oder die Umsetzung der Unternehmensstrategie Potenzial für eine Wertsteigerung von Unternehmensimmobilien eröffnet, so dass eine (vollständige) Veräußerung erst nach er-

¹²⁴⁴ Vgl. Hill, Maximising Shareholder Value, S. 343; Bomba/McMahan, Portfolio Alliance, S. 7. Vgl. auch Benjamin/de la Torre/Musumeci, Leasing versus Owning, S. 227. „Developers and real estate investors are likely to be more alert to changes in property values, and to opportunities to take advantage of such changes, than a corporate management focused on operations.“ Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 39.

¹²⁴⁵ Vgl. Weatherhead, Property Issues, S. 19

¹²⁴⁶ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 41.

folgter Wertsteigerung umgesetzt wird.¹²⁴⁷ Ein Beispiel hierfür ist die Partnerschaft zwischen Land Securities Trillium und BBC: Viele Objekte der BBC entsprachen in technischer Hinsicht nicht mehr dem Bedarf, so dass der Immobilienbestand einer Revitalisierung bedurfte. Zudem sollten die Gebäude teilweise für die Drittnutzung verfügbar gemacht werden, um Einnahmen zu generieren.¹²⁴⁸ BBC verfügt jedoch weder über die notwendige Kompetenz noch über das Kapital für diese Entwicklungen. Durch die Investitionen und das Know-how von Land Securities Trillium konnte eine Entwicklung und Desinvestition betriebsnotwendiger Objekte bereits erfolgreich umgesetzt werden.¹²⁴⁹

5.3 Möglichkeiten der Kapitalfreisetzung aus betriebsneutralen und betriebsnotwendigen Immobilien

5.3.1 Verwertungsstrategien für betriebsneutrale Immobilien

5.3.1.1 Passive Verwertungsstrategien

Passive Verwertungsstrategien führen zu einem kurzfristigen Kapitalzufluss und erfordern keine wesentlichen zusätzlichen Investitionen. In der Vergangenheit wurden Unternehmensimmobilien jedoch häufig ohne die Identifikation der optimalen Nutzung veräußert.¹²⁵⁰ Dies führt unter Umständen zu einer suboptimalen Kapitalfreisetzung und zur Vernichtung von Shareholder Value. Daher ist – auch wenn eine zügige Verwertung angestrebt wird – diese nicht ohne vorherige Überprüfung des Wertsteigerungspotenzials durchzuführen.¹²⁵¹ Aurelis verfügte im Oktober 2002 beispielsweise über ein Grundstücksportfolio mit 35 Mio. m² Fläche überwiegend in Innenstadtlagen mit einem Marktwert von 2,7 Mrd. Euro, das einen erwarteten Entwicklungswert von 10-15 Mrd. Euro aufwies.¹²⁵² Diese Zahlen belegen die Wichtigkeit, Grundstücke mit

¹²⁴⁷ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 41; Pfnür/Armonat, Conflict, S. 328. Häufig erfolgt auch zu diesem Zwecke die Akquisition von über den eigenen Bedarf hinausgehenden Flächen. Vgl. Nourse/Roulac, Linking Real Estate Decisions, S. 483 f.; Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 47. Dies ist bspw. bei Einzelhandelsunternehmen eine häufig verfolgte Strategie zur Steigerung des Unternehmenswertes. Vgl. Gibson/Barkham, Retail Sector, S. 109 sowie Gibson/Barkham, Corporate Real Estate Management in the Retail Sector, S. 9.

¹²⁴⁸ Vgl. Cohen, Trend for Outsourcing, S. 1.

¹²⁴⁹ Vgl. Land Securities Trillium, BBC Partnership, S. 2; O'Connor, BBC Property Deal, S. 24; Cohen, Selling, S. 1 sowie British Broadcasting Corporation (BBC), Annual Report and Accounts 2003/2004, S. 98, 124 und S. 135.

¹²⁵⁰ Vgl. Jewett, Surplus Real Estate, S. 8; Flegel, Surplus Corporate Real Estate, S. 54. Passive Abverkäufe von Grundstücken mit großem Wertsteigerungspotential ohne vorherige Ermittlung des Highest and Best Use wie etwa durch das Unternehmen ThyssenKrupp würden heute nach herrschender Meinung nicht mehr durchgeführt. Vgl. Werres, Beton, S. 132 f.

¹²⁵¹ Vgl. Flegel, Surplus Corporate Real Estate, S. 54.

¹²⁵² Friedemann, Europas Konzerne, S. 41.

Wertsteigerungspotenzial vor einer Veräußerung zumindest konzeptionell zu entwickeln. Die Identifikation des Highest and Best Use ist somit Grundvoraussetzung der Verwertung betriebsneutraler Unternehmensimmobilien, um einer Vernichtung des Aktionärskapitals vorzubeugen.¹²⁵³

Zudem sollte stets geprüft werden, ob so genannte „special purchasers“ als Investoren in Frage kommen. Darunter versteht man potenzielle Käufer, die aus dem Grundstück einen zusätzlichen Nutzen ziehen können, den es für Dritte nicht aufweist.¹²⁵⁴ Dies ist beispielsweise dann der Fall, wenn dem „special purchaser“ das Nachbargrundstück gehört und die Zusammenlegung eine überproportionale Wert- bzw. Nutzensteigerung nach sich zieht,¹²⁵⁵ wenn der potenzielle Käufer durch die Akquisition der Immobilie einen schnellen Markteintritt realisieren kann oder wenn das bestehende Baurecht anderweitig nicht oder nur unter großem zeitlichen und finanziellen Aufwand erwirkt werden kann.¹²⁵⁶ „Special purchasers“ sind demzufolge auch Nutzer, die das Grundstück in der bestehenden Form am besten nutzen können, so dass kein Abriss erforderlich ist; infolgedessen besteht eine höhere Zahlungsbereitschaft für das vorhandene Gebäude. Die Veräußerung an „special purchasers“ geht häufig mit einem längeren Vermarktungszeitraum für das Objekt einher, so dass zwischen der Prämie auf den Veräußerungserlös und der zeitnahen Kapitalfreisetzung abzuwägen ist.¹²⁵⁷ Das Unternehmen Fruit of the Loom hat beispielsweise Textilfabriken, die aufgrund einer Standortverlagerungsstrategie aufgegeben wurden, an Wettbewerber verkauft, da hierdurch ein höherer Preis erzielt werden konnte als durch eine alternative Verwertung. Bedingung der investierenden Textilproduzenten war jedoch die Abnahme von Rohstoffen durch den ursprünglichen Eigentümer zum Zwecke der Reduktion des Investitionsrisikos.¹²⁵⁸ Trotz dieser Vereinbarung und eines längeren Vermarktungszeitraums war die Veräußerung an diese Unternehmen wirtschaftlich vorteilhaft.¹²⁵⁹ Neben dem Veräußerungserlös und der Vermarktungsdauer spielen jedoch auch strategische Belange eine

¹²⁵³ Vgl. Jewett, Surplus Real Estate, S. 8 und S. 10; Flegel, Surplus Corporate Real Estate, S. 54. Die Highest and Best Use-Analyse wurde bereits behandelt, so dass an dieser Stelle ein Verweis auf Punkt 4.3.4 Analyse von Wertsteigerungspotenzialen bei alternativer Nutzung erfolgt.

¹²⁵⁴ Vgl. Drivers Jonas, Surplus Assets, ohne Seite.

¹²⁵⁵ Vgl. bspw. Karlsgodt/Corwin, Surplus Corporate Real Estate, S. 189 und S. 199.

¹²⁵⁶ Vgl. Mackay/Kessler-Park, Disposal of Special-Purpose Assets, S. 18.

¹²⁵⁷ Vgl. Mackay/Kessler-Park, Disposal of Special-Purpose Assets, S. 18; Kruger, Fixed-Asset Fix, S. 77.

¹²⁵⁸ Vgl. Kruger, Fixed-Asset Fix, S. 77.

¹²⁵⁹ Vgl. Kruger, Fixed-Asset Fix, S. 77.

wesentliche Rolle; die Veräußerung an einen Wettbewerber wird unter Umständen als Desinvestitionsstrategie kategorisch ausgeschlossen.¹²⁶⁰

Falls die Highest and Best Use-Analyse zeigt, dass durch Wertsteigerungsmaßnahmen ein wesentlich höherer Veräußerungserlös erzielt werden könnte, jedoch keine Investitionsbereitschaft des haltenden Unternehmens besteht, muss das Entwicklungspotenzial der Immobilie dargestellt werden.¹²⁶¹ Dies beinhaltet die Darstellung und Dokumentation identifizierter Nutzungskonzeptionen sowie potenzieller Nutzer.¹²⁶² Machbarkeitsstudien können die Nachhaltigkeit von Nutzungskonzeptionen untermauern.

Die passive Verwertung der Immobilie „wie sie steht und liegt“ erfordert zwar die geringste Investition, führt jedoch – sofern keine Veräußerung an einen „special purchaser“ stattfindet – auch zu einer erheblichen Schmälerung des potenziellen Veräußerungserlöses.¹²⁶³ Die aktive Durchführung von Wertsteigerungsmaßnahmen und anschließende Verwertung steigert das Ertragspotenzial teilweise erheblich.¹²⁶⁴

5.3.1.2 Aktive Verwertungsstrategien

Zentrale Ziele aktiver Verwertungsstrategien sind die Steigerung der Vermarktungsfähigkeit und die Ausschöpfung der Wertsteigerungspotenziale betriebsneutraler Immobilien.¹²⁶⁵ Die Notwendigkeit für und das Ausmaß einer aktiven Verwertung sind abhängig von der Struktur des Immobilienbestands. Während weiter genutzte Büroflächen offensichtlich nur in Ausnahmefällen Wertsteigerungspotenziale durch Projektentwicklungen aufweisen, sind Industrieliegenschaften oftmals nur nach einer Neustrukturierung veräußerbar.¹²⁶⁶

Aktive Verwertungsstrategien können nach dem Kapitaleinsatz bzw. dem eingegangenen Risiko systematisiert werden. Sie reichen von einem aktiven Vermietungsmanagement über Renovierungs- und Modernisierungsmaßnahmen bei Beibehaltung der derzeitigen Nutzung bis zur Baurechtschaffung und Baulandentwicklung sowie zum Redeflopment der Immobilie bzw. zum Abriss und Neubau. Diese Phasen des Le-

¹²⁶⁰ Vgl. Mackay/Kessler-Park, Disposal of Special-Purpose Assets, S. 18.

¹²⁶¹ Vgl. Jewett, Surplus Real Estate, S. 10; Flegel, Surplus Corporate Real Estate, S. 55.

¹²⁶² Vgl. Jewett, Surplus Real Estate, S. 10.

¹²⁶³ Vgl. Schäfers/Gier, Corporate Real Estate Management, S. 880; Grosse-Wördemann, Vivico Real Estate, S. 350.

¹²⁶⁴ Vgl. Flegel, Surplus Corporate Real Estate, S. 56.

¹²⁶⁵ Vgl. Schäfers/Gier, Corporate Real Estate Management, S. 881.

¹²⁶⁶ Vgl. Rietze, Wertentwicklung, S. 5; Mackay/Kessler-Park, Disposal of Special-Purpose Assets, S. 17. Vgl. auch Fernández Reumann/Krieger/Friedrichs, Fallstudie Deutsche Telekom AG, S. 424.

benszyklus einer Immobilie – die Neubau- oder Redevelopment-Phase – weisen die höchsten Wertsteigerungspotenziale, jedoch auch die höchsten Risiken auf.¹²⁶⁷

- aktives Vermietungsmanagement

Eine Wertsteigerung durch aktives Management bietet sich an bei Objekten, die keiner baulichen Veränderung bedürfen und keine Baureserven aufweisen, jedoch schlecht ausgelastet sind oder eine suboptimale Mieter- oder Mietvertrags- bzw. Cashflow-Struktur aufweisen. Durch Neuvermietungen, eine Verbesserung der Mieter- und Cashflow-Struktur und die Ausschöpfung von Mieterhöhungspotenzialen kann der Wert der Immobilie gesteigert werden.¹²⁶⁸ Die Durchführung von Renovierungsarbeiten erfordert keinen bedeutenden Kapitaleinsatz, kann jedoch die Vermarktung betriebsneutraler Flächen positiv beeinflussen.

- Schaffung und Änderung von Baurecht und Erwirkung von Baugenehmigungen

Durch die Baulandentwicklung, d.h. die Entwicklung von Grundstücken bis zur Baureife oder die Schaffung neuen Baurechts kann ohne eine Tätigkeit wesentlicher Investitionen eine Wertsteigerung von Grundstücken erzielt werden.¹²⁶⁹ Durch eine baurechtliche Absicherung des höchsten Nutzwertes des Grundstückes durch Bauvorbescheide und Baugenehmigungen kann ebenfalls eine Wertsteigerung und ein entsprechend höherer Kaufpreis erzielt werden, da dadurch für potenzielle Investoren das Genehmigungsrisiko entfällt.¹²⁷⁰ In der Phase bis zur Baugenehmigung besteht häufig die größte Hebelwirkung des Kapitaleinsatzes auf die erzielbare Wertschöpfung.¹²⁷¹

- Baumaßnahmen

Baumaßnahmen können an Bestandsobjekten oder als Neubauentwicklung umgesetzt werden. Sie dienen der Realisierung von Grundstücksreserven, der Erhöhung der Marktattraktivität oder der Herbeiführung höherwertiger Nutzungen.¹²⁷² Revitali-

¹²⁶⁷ Vgl. Falzon/Halle/McLemore, Private Equity, S. 73.

¹²⁶⁸ Vgl. Rottke, Private Equity, S. 131 f.; Cadmus, Bewertung, S. 104; Sraeel, Surplus Property, S. 31.

¹²⁶⁹ Vgl. Linneman/Ross, Private Equity Funds, S. 11; Fernández Reumann/Krieger/Friedrichs, Fallstudie Deutsche Telekom AG, S. 425 f.

¹²⁷⁰ Vgl. Mackay/Kessler-Park, Disposal of Special-Purpose Assets, S. 17; Flegel, Surplus Corporate Real Estate, S. 56; Drivers Jonas, Surplus Assets, ohne Seite; Sireo Real Estate Asset Management GmbH, Annual Report 2002, S. 13 und S. 21.

¹²⁷¹ Vgl. Flegel, Surplus Corporate Real Estate, S. 56; Fernández Reumann/Krieger/Friedrichs, Fallstudie Deutsche Telekom AG, S. 425. Laut LINNEMAN können durch Baulandentwicklungen Eigenkapitalrenditen von über 15 % erzielt werden, während bei der Projektentwicklung – bei angemessener Fremdfinanzierung – Eigenkapitalrenditen von 20 % und mehr erzielt werden können. Vgl. Linneman/Ross, Private Equity Funds, S. 11 f.

¹²⁷² Vgl. Cadmus, Bewertung, S. 104.

sierungen sind bauliche Verbesserungen von Bestandsimmobilien zum Zwecke einer „Anpassung der Ausstattung und der Qualität der Immobilie an die geänderten Marktverhältnisse unter Beibehaltung der bestehenden Nutzungsart“¹²⁷³, während bei Redvelopments eine neue Nutzungskonzeption für ein bestehendes Objekt entwickelt und umgesetzt wird.¹²⁷⁴

5.3.1.3 Umsetzung aktiver Verwertungsstrategien durch Joint Ventures

Die Umsetzung von Baumaßnahmen setzt den Einsatz von Kapital voraus und birgt ein substanzielles Investitionsrisiko. Viele Unternehmen investieren nicht in betriebsneutrale Immobilien, da sie zum einen grundsätzlich keine Projektentwicklungsrisiken im Sinne von Investitionen in Bautätigkeiten eingehen und zum anderen alternative Investitionen eine höhere Rendite aufweisen.¹²⁷⁵

Die Desinvestition von Unternehmensimmobilien ist grundsätzlich jedoch auch unter Einbeziehung externer Partnerunternehmen durch Gründung eines Joint Ventures möglich. Damit sind zwei wesentliche Vorteile verbunden: Durch die Freisetzung des in Immobilien gebundenen Kapitals vor der eigentlichen Verwertung kann eine Fristentransformation herbeigeführt werden, wobei je nach Beteiligungshöhe auch eine Dekonsolidierung des Immobilien-Tochterunternehmens erfolgen kann. Damit kann eine durch die kurzfristige Freisetzung großer Immobilienbestände hervorgerufene Übersättigung des Marktes vermieden und ein besseres Timing erreicht werden.¹²⁷⁶ Weiterhin lässt sich durch die Beteiligung von Immobilienexperten das professionelle Management und eine aktive Verwertung der Unternehmensimmobilien vorantreiben, ohne dass Managementkapazitäten im eigenen Unternehmen (in vollem Umfang) gebunden oder aufgebaut werden müssen.¹²⁷⁷ Neben dem Spezialisierungsvorteil¹²⁷⁸ für die Verwertung des Immobilienbestands kann ein Partnerunternehmen außerdem die für die aktive Wertsteigerung der Immobilien notwendigen finanziellen Mittel ganz oder teilweise zur Verfügung stellen oder aufgrund einer größeren Kapitalmarktexpertise extern beschaffen.¹²⁷⁹ Eine ausgelagerte Struktur kann zudem die Vermarktungstätigkeit för-

¹²⁷³ Rottke, Private Equity, S. 130.

¹²⁷⁴ Vgl. Rottke, Private Equity, S. 128-131.

¹²⁷⁵ Vgl. Sraeel, Surplus Property, S. 31. Dies gilt bspw. für die Unternehmen Aventis, Aurelis und Deutsche Telekom. Vgl. Kühni/Christmann, Aventis, S. 270 f.; Leykam, Landentwickler, S. 5 sowie Fernández Reumann/Krieger/Friedrichs, Fallstudie Deutsche Telekom AG, S. 420.

¹²⁷⁶ Vgl. hierzu Grosse-Wördemann, Vivico Real Estate, S. 350.

¹²⁷⁷ Vgl. Nourse, Flexibility, S. 28 f.

¹²⁷⁸ „[...] local developers and investors are likely to have a comparative advantage in exploiting opportunities in real estate.“ Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 47.

¹²⁷⁹ Vgl. Land Securities Trillium, BBC Partnership, S. 1.

dern, da die Objekte in einem eigenständigen Unternehmen mit externen Partnern isoliert auf Wertsteigerungspotenziale untersucht werden können, so dass die Anreizmechanismen erheblich verbessert werden. Joint Ventures sind insbesondere für Unternehmen von Interesse, die über erhebliche betriebsneutrale Immobilienbestände verfügen, die einer aktiven Verwertung bedürfen.

Insbesondere in Bezug auf Projektentwicklungen sind verschiedene Vertragsgestaltungen bezüglich der Risikoverteilung möglich. Beispielsweise könnte das veräußernde Unternehmen bis zu einer bestimmten Rendite eine vorrangige Ausschüttung erhalten, während der darüber hinaus gehende Teil der Immobilienpartner zusteht.¹²⁸⁰ Um Deadlock-Situationen vorzubeugen, sind vertragliche Vorkehrungen zu treffen, die potenzielle Einigungsprobleme im Rahmen eines Projektentwicklungs-Joint Ventures reduzieren.¹²⁸¹ Zudem können Projektentwicklungs-Joint Ventures vertraglich so strukturiert werden, dass der Projektentwicklungspartner bestimmte Risiken – bis hin zum Vermarktungsrisiko – trägt, wobei die Verteilung des Projektentwicklungsgewinns entsprechend der Risikotragung erfolgt.¹²⁸²

5.3.2 Desinvestition betriebsnotwendiger Immobilien

5.3.2.1 Sale-Leaseback-Transaktionen

Der Begriff Sale-Leaseback ist der Oberbegriff für sämtliche Transaktionen, die mit einer Rükanmietung der veräußerten Immobilien, d.h. mit der Einräumung eines Nutzungsrechts einhergehen.¹²⁸³ Dieses Nutzungsrecht kann durch Optionen – beispielsweise Rückerwerbsoptionen oder Vormietungsrechte – erweitert werden.¹²⁸⁴ Die Grundstruktur einer Sale-Leaseback-Transaktion wird in Abbildung 51 dargestellt. Allen Sale-Leaseback-Transaktionen ist gemein, dass das in Immobilien gebundene Kapital

¹²⁸⁰ Vgl. Nourse, Flexibility, S. 29. „The corporation may be able to shift a greater than proportionate share of the risks of ownership to the developer by obtaining a preference on cash distributions and yielding residuals to the developer.“ Nourse, Flexibility, S. 29.

¹²⁸¹ Vgl. Flegel, Surplus Corporate Real Estate, S. 56; Nourse, Flexibility, S. 29. „The disadvantages of the joint venture are attributable to the partnership form of organization. There may be disputes about the development that are difficult to resolve. It is difficult to sell off a partnership interest in real estate because a partnership is illiquid and increases corporate inflexibility. To protect all parties, the joint venture agreement must include clauses that specify how liquidation may occur.“ Nourse, Flexibility, S. 29. Zu Deadlock-Situationen in der Praxis vgl. Interview vom 18.1.2005 mit Herrn Volker Dittmeier, Sireo Real Estate Asset Management GmbH.

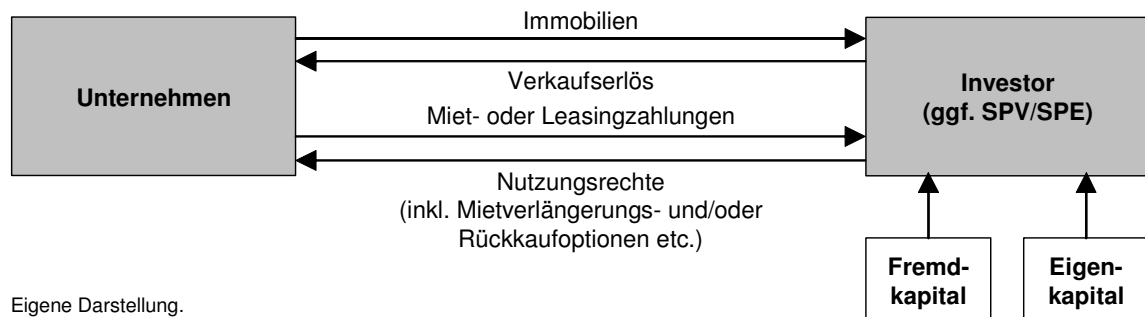
¹²⁸² Vgl. Lietz, Development Joint Ventures, S. 3-7. „[It is necessary] to structure a joint venture that properly aligns interests between the partners and allocates risk and return based upon the participant's strengths and expertise.“ Lietz, Development Joint Ventures, S. 1.

¹²⁸³ Vgl. Feinen, Leasinggeschäft, S. 6.

¹²⁸⁴ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

freigesetzt wird. Je nach Art der abgeschlossenen Mietverträge bestehen jedoch erhebliche Unterschiede.

Der Begriff Sale-Leaseback wird – insbesondere im deutschsprachigen Raum – meist im Sinne von Immobilien-Leasing mit einer langfristigen Vertragsbindung und dem Charakter einer 100 %-igen Fremdfinanzierung verstanden. Auch im angloamerikanischen Raum herrschte diese Begriffsauffassung bislang vor.¹²⁸⁵ Dieses einseitige Begriffsverständnis ist jedoch auf die mittel- und kurzfristige Rückanmietung auszudehnen, da eine Flexibilisierung der Immobilienbereitstellung durch die Veräußerung betriebsnotwendiger Immobilien und den Abschluss mittel- bis kurzfristiger Mietverträge gegenüber der reinen Liquiditätsorientierung zunehmend an Bedeutung gewinnt.¹²⁸⁶



Eigene Darstellung.

Abbildung 51: Grundstruktur einer Sale-Leaseback-Transaktion

5.3.2.2 Klassische Sale-Leaseback-Transaktionen

„Klassische“ oder „traditionelle“ Sale-Leaseback-Transaktionen sind vom Grundsatz Refinanzierungsgeschäfte zwischen einem langfristigen Investor und dem Nutzer für bestimmte Objekte. Sale-Leaseback-Transaktionen, die mit dem Abschluss von Leasingverträgen einhergehen, sind im Kern reine Finanztransaktionen mit der Zielsetzung der Freisetzung des gebundenen Kapitals.¹²⁸⁷ Häufig werden zudem Rückkaufoptionen vereinbart.¹²⁸⁸

¹²⁸⁵ „A sale and leaseback agreement is a form of financial lease, and, therefore, is not cancelable and is fully amortized. Consequently, a sale and leaseback agreement can be considered a perfect substitute for debt capital.“ Alvayay/Rutherford/Smith, Sale and Leaseback, S. 208. Auch DEVANEY/LIZIERI trennen zwischen „conventional“ oder auch „traditional“, d.h. langfristiger Anmietung mit Finanzierungscharakter und „structured“ Sale-Leasebacks, die sich stärker an der Unternehmensstrategie orientieren. Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 120 f. Vgl. auch Asson, Real Estate Partnerships, S. 327.

¹²⁸⁶ Vgl. Pederson/Wooten, Market Focus, S. 369; Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 119.

¹²⁸⁷ Vgl. Dunn, Asset Sales, S. 2; Pederson/Wooten, Market Focus, S. 368.

¹²⁸⁸ Vgl. O’Roarty, Flexible Space, S. 78; Alvayay/Rutherford/Smith, Sale and Leaseback, S. 207; Stellmann, Gewerberaummierte, S. 178.

Das Outsourcing von Immobilienmanagementleistungen spielt bei klassischen Sale-Leaseback-Transaktionen eine untergeordnete Rolle; bilanziell wird der Immobilienbestand ausgegliedert, gemanagt wird er jedoch nach wie vor von dem nutzenden Unternehmen. Dies wird unter anderem daran deutlich, dass Leasingverträge in der Regel so ausgestaltet werden, dass dem Besitzer (Nutzer) weiterhin die Aufrechterhaltung der Immobilien obliegt.¹²⁸⁹ Zudem handelt es sich bei den vereinbarten Leasingraten meist um eine reine Finanzierungs- bzw. Kostenmiete, d.h. die Leasingrate hat im Vergleich zum klassischen Mietvertrag keinen Marktbezug.¹²⁹⁰

Leasingverträge eignen sich aufgrund der Langfristigkeit der Verträge und der Sicherung der anschließenden Nutzung durch Mietverlängerungs- oder Kaufoptionen für strategisch bedeutsame Immobilien, deren Verfügbarkeit langfristig gesichert werden soll.

Für manche Investoren ist eine zwingende Voraussetzung für die Monetarisierung durch ein Sale-Leaseback eine ausreichende Drittverwendungsfähigkeit (so genannte Asset-Based Sale-Leasebacks).¹²⁹¹ Andere Investoren zielen auf langfristige, sichere Einkommensströme ab und achten daher verstärkt auf das Credit Rating des veräußernden Unternehmens (so genannte Credit-Based Sale-Leasebacks), während der Restwert der Immobilie aufgrund der langen Vertragsbindungsdauer relativ an Bedeutung verliert.¹²⁹² „Sale leasebacks orient to one of the two sides of risk: company credit strength, or real estate asset value.“¹²⁹³ Mit abnehmender Marktgängigkeit der Immobilie nimmt der Bedarf für eine langfristige Vertragsbindung und eine gute Bonität des nutzenden Unternehmens zu.¹²⁹⁴ Ein Beispiel für eine kürzlich realisierte langfristige, bonitätsbasierte Sale-Leaseback-Transaktion ist der Erwerb von zwölf Bestandsimmobilien aus dem Pflegesegment der Marseille-Kliniken AG durch den Finanzinvestor GE Commercial Finance, der mit einer Rückanmietung der Spezialimmobilien über einen Zeitraum von 25 Jahren einhergeht.¹²⁹⁵ Hierbei spielt nicht nur die Qualität der Objekte, sondern vornehmlich die Betreiberqualität eine entscheidende Rolle, da nur in diesem Falle langfristig stabile Renditen erwirtschaftet werden können.¹²⁹⁶

¹²⁸⁹ Vgl. Asson, Real Estate Partnerships, S. 328; Horn, Sale-Leaseback Financing, S. 37.

¹²⁹⁰ Vgl. Gabele/Dannenberg/Kroll, Immobilien-Leasing, S. 22 sowie Feinen, Zukunftsperspektiven, S. 646.

¹²⁹¹ Vgl. Feinen, Immobilien-Leasing, S. 130; Jones, Underwriting Criteria, S. 9 f.

¹²⁹² Vgl. Jones, Underwriting Criteria, S. 11; Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 48.

¹²⁹³ Pederson, Corporate Real Estate (1, 1), S. 81.

¹²⁹⁴ Vgl. Pederson, Corporate Real Estate (1, 1), S. 81; Jones, Underwriting Criteria, S. 9-11.

¹²⁹⁵ Vgl. Thelen, Marseille-Kliniken, S. 10 sowie Degener, Marseille-Kliniken, S. 14.

¹²⁹⁶ Vgl. Degener, Marseille-Kliniken, S. 15.

5.3.2.3 Lease-Leaseback

Eine weitere Möglichkeit der Monetarisierung von Unternehmensimmobilien ohne den Übergang des Eigentums an einen Investor eröffnet sich durch Lease-Leaseback-Konstruktionen, bei denen lediglich das Nutzungsrecht an den Immobilien inklusive aller Eigentümerrisiken für einen bestimmten Zeitraum veräußert wird, während die Immobilien gleichzeitig zurückgemietet werden.¹²⁹⁷ Dadurch wird Liquidität generiert, während die Eigentümerrisiken an den Investor übertragen werden und das Eigentum an den Immobilien langfristig gesichert bleibt.¹²⁹⁸

Hierbei überlässt der Eigentümer gegen Nießbrauchentgelt¹²⁹⁹ die Erträge und Lasten des Immobilienbestands einem Investor, der in die bestehenden Mietverträge eintritt und über die vereinbarte Zeit den Ertrag aus dem Objekt erhält. Im Gegensatz zu einer herkömmlichen Finanzierung übernimmt der nießbrauchende Investor ganz oder teilweise das Vermietungsrisiko. Häufig geht mit einer solchen Transaktion auch eine Aufwertung des Immobilienbestands durch den Investor einher.¹³⁰⁰

5.3.2.4 Flexible Sale-Leaseback-Transaktionen

Zunehmend werden betriebsnotwendige Immobilien zum Zweck der Steigerung der Flexibilität der Immobilienbereitstellung bei gleichzeitiger Kapitalfreisetzung auch kurzfristig zurückgemietet.¹³⁰¹ Durch den Abschluss von Mietverträgen wird eine Flexibilisierung der Immobilienbereitstellung herbeigeführt und eine dauerhafte Kontrolle über die Immobilien zugunsten einer größeren Flexibilität aufgegeben.

Aufgrund des höheren Investitionsrisikos ist die Möglichkeit der kurzfristigen Anmietung einzelner Objekte sehr stark abhängig von deren Marktgängigkeit. Die Rendite einer Immobilieninvestition ist abhängig von markt- und vermietungsbezogenen Aspekten und objektspezifischen Gesichtspunkten. So spielen die Mietrendite und die Mietsicherheit, aber auch der potenzielle Wiederveräußerungserlös der Immobilie eine bedeutende Rolle bei der Investitionsentscheidung. Je kürzer die vereinbarte Mietvertragslaufzeit und je schlechter die Kreditwürdigkeit des Mieters ist, desto besser bzw.

¹²⁹⁷ Vgl. Richard, Sale and Leaseback Securitisation, S. 118.

¹²⁹⁸ Vgl. Schäfers/Gier/Wiffler, Monetarisierung, S. 541.

¹²⁹⁹ Nießbrauch ist das Recht, sämtliche Nutzungen eines im Eigentum eines anderen stehenden Gegenstandes zu ziehen.

¹³⁰⁰ Vgl. Schäfers/Gier/Wiffler, Monetarisierung, S. 541 f.; Schaaf, Finanzierungsalternativen, S. 11.

¹³⁰¹ Dies wird insbesondere in Deutschland vereinzelt auch als Sale-Rentback bezeichnet, um eine Abgrenzung gegenüber dem Immobilienleasing zu erreichen. Vgl. bspw. Hansen, Leasing, S. 49. Da diese Bezeichnung nicht internationalen Gepflogenheiten entspricht, wird im Rahmen dieser Arbeit der Begriff Sale-Leaseback verwendet.

stabiler muss sich der Marktwert der Immobilie entwickeln. Entscheidend dafür sind qualitative Faktoren wie der Standort und ein variables Nutzungskonzept.¹³⁰² Objektbasierte Sale-Leasebacks erfordern daher eine genaue Prüfung der Zukunftsfähigkeit bzw. Anpassungsfähigkeit der Gebäudekonzeption.¹³⁰³

5.3.2.5 Strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen

„Strukturierte“ Sale-Leaseback-Transaktionen bezeichnen die Veräußerung eines Immobilienbestands im Zuge einer flexiblen Rückmietung.¹³⁰⁴ Da in der Regel nicht alle Immobilien im gleichen Ausmaß benötigt werden und die Bedeutung einzelner Immobilien für den Erfolg einer Unternehmung sehr unterschiedlich sein kann, werden die Mietvertragslaufzeiten und -optionen bei Portfolio-Sale-Leaseback-Transaktionen nach der strategischen Bedeutung und der geplanten Nutzungsdauer strukturiert.

Neben weiterhin zu nutzenden Immobilien enthalten Immobilienpakete, die im Rahmen einer strukturierten Sale-Leaseback-Transaktion veräußert werden, regelmäßig auch solche Objekte, die bereits leer stehen; infolgedessen werden solche Transaktionen auch als „partial sale-leasebacks“ oder „sale-partial-leasebacks“ bezeichnet.¹³⁰⁵ Der bislang vorhandene Flächenbestand kann auf diesem Wege auf den eigentlichen Flächenbedarf reduziert werden, wobei gleichzeitig Immobilienrisiken, wie z.B. Wertänderungs- und Vermietungsrisiken, auf den Käufer des Immobilienportfolios übertragen werden.¹³⁰⁶ Derartige Transaktionen erlauben somit eine der Unsicherheit der zukünftigen Entwicklung gerecht werdende Wiederanmietung von weiterhin benötigten Flächen. Häufig werden Optionen auf die frühzeitige Flächenaufgabe oder Vertragsverlängerungen eingeräumt, um die notwendige Flexibilität zu gewährleisten.¹³⁰⁷

Strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen mit innovativem Charakter, die durch die Zusicherung der Anmietung eines bestimmten Anteils der Gesamtflächen einen Basis-Cashflow für den Investor sicherstellen, während Optionen dem Nutzer Flexibilität bezüglich der genutzten Objekte einräumen, wurden in Deutschland erstmals im Rahmen

¹³⁰² Vgl. Oehme, Konzerne, S. 39.

¹³⁰³ Vgl. Waldmann, Revitalisierung, S. 21.

¹³⁰⁴ Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 120; Ernst & Young, Views, S. 3; Ernst & Young, Abbey National, S. 1.

¹³⁰⁵ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 22.

¹³⁰⁶ Vgl. Schäfers/Gier/Wiffler, Monetarisierung, S. 537.

¹³⁰⁷ Vgl. Ernst & Young, Abbey National, S. 2.

der zweiten Portfolio-Sale-Leaseback-Transaktion der Deutsche Bank AG umgesetzt.¹³⁰⁸

5.3.2.6 Total Property Outsourcing

Der Begriff Total Property Outsourcing bezeichnet die Veräußerung – unter Umständen sämtlicher – Immobilien und häufig auch Mietvertragsverpflichtungen¹³⁰⁹ eines Unternehmens an einen strategischen Investor bei gleichzeitigem Abschluss eines langfristigen Servicevertrags.¹³¹⁰ Dabei werden sowohl die operativen als auch ein Teil der strategischen Immobilienmanagementfunktionen – insbesondere das Asset Management – durch unternehmensexterne Anbieter erbracht.¹³¹¹ Diese Konstruktion erlaubt – wie auch strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen – gegenüber der Veräußerung einzelner Immobilien ein flexibleres Vertragswerk.¹³¹² Mit der Übertragung des Eigentums findet eine Risikoteilung statt; der Abschluss eines langfristigen Servicevertrags dient als Kompensation für die Übernahme dieser Risiken.¹³¹³ In den meisten der bislang

¹³⁰⁸ Zu detaillierten Ausführungen über strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen und weiteren Praxisbeispielen wird an dieser Stelle auf Kapitel 0 verwiesen.

¹³⁰⁹ Vgl. Cooke, Real Estate Liabilities, S. 172. Die Übertragung der Mietverpflichtungen ist oftmals für das von Leerstand im Mietbestand betroffene Unternehmen günstiger als die Bindung von Managementkapazitäten, die mit der Untervermietung betraut werden müssten. Insbesondere in einem schwierigen wirtschaftlichen Umfeld werden diese Managementkapazitäten dringend anderweitig benötigt. Vgl. Cooke, Real Estate Liabilities, S. 172. Infolgedessen hat auch Barclays kürzlich die Verantwortung für 13 nicht länger betriebsnotwendige, leer stehende Mietobjekte auf Trillium übertragen. Vgl. Thomas, Outsourcing, S. 6; Cahill, Barclays Outsourcing, S. 28.

¹³¹⁰ Vgl. Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 34; Gibson, Outsourcing, S. 5; Land Securities, Report, S. 30. Unter dem Begriff Real Estate Partnership (REP) werden in Großbritannien Property Outsourcing-Transaktionen zusammengefasst, die dem Charakter der Private Finance Initiative (PFI) der öffentlichen Hand entsprechen. Dies sind sowohl strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen als auch Total Property Outsourcing. Vgl. Jordan/Dixon, PFI and Real Estate Partnerships, S. 6; Dixon et al., Occupational Futures, S. VI; Asson, Real Estate Partnerships, S. 330. In Großbritannien wird für das Outsourcing betriebsnotwendiger und betriebsneutraler Unternehmensimmobilien auch der Begriff Corporate PFI gebraucht, da die öffentliche Hand bezüglich solch umfassender Outsourcing-Transaktionen eine Vorreiterstellung innehält. Vgl. Asson, Real Estate Partnerships, S. 330; Monger, Public Finance Initiative, S. 18-21; Cohen, Trend for Outsourcing, S. 1.

¹³¹¹ Vgl. Laposa/Charlton, Property Holdings, S. 36 f.; McAllister, Service Industry, S. 5; Morgan, Impact, ohne Seite; Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 43; Lyons, Global Outsourcing, S. 350 f. und S. 355. „It is what it says: [...] Total Property Outsourcing] involves the transfer of assets, asset management and facilities management to a third party.“ Laposa/Charlton, Property Holdings, S. 37.

¹³¹² Vgl. Lawson, Assets, ohne Seite.

¹³¹³ Vgl. McBlaine/Moritz, Outsourcing, S. 63; Asson, Real Estate Partnerships, S. 330; O’Roarty, Flexible Space, S. 78.

umgesetzten Fälle erfolgt eine einheitliche Abrechnung der Flächennutzung und der Dienstleistungen.¹³¹⁴

Bislang wurden im privaten Sektor nur wenige „echte“ Total Property Outsourcing-Transaktionen umgesetzt, beispielhaft kann die British Telecom genannt werden.¹³¹⁵ Dies ist insbesondere auf die Langfristigkeit der vertraglichen Beziehungen, einen Kontrollverlust bezüglich der Qualität der Serviceleistungen, auf die Komplexität und die verhältnismäßig hohen Kosten der Transaktionsstrukturierung sowie mangelnde Erfahrungswerte und Schwierigkeiten der Preisfindung zurückzuführen.¹³¹⁶ Auch wenn diese „Einrichtungskosten“ mit wachsendem Erfahrungsschatz der Anbieter sinken, ist nach Auffassung vieler Autoren nicht mit einer Durchsetzung des Total Property Outsourcing-Modells zu rechnen.¹³¹⁷

5.4 Kapitalmarktorientierte Bewertung alternativer Verwertungs- und Bereitstellungsstrategien

5.4.1 Parameter der Beurteilung von Desinvestitionsstrategien

Die Präferenz zwischen aktiver oder passiver Verwertung und der Bereitstellung durch Eigentum oder Miete ist abhängig von folgenden Faktoren:¹³¹⁸

- Zeit bzw. Zeithorizont der beabsichtigten Nutzung,
- Risiko,
- Restwert bzw. Veräußerungserlös (abzüglich Steuern und Transaktionskosten),
- gegebenenfalls Miete und

¹³¹⁴ Vgl. McAllister, Service Industry, S. 5; Hill, Maximising Shareholder Value, S. 339 f.; Hill, Impact of Corporate Real Estate, S. 319 f. „There is unitary charging for the space and services.“ McAllister, Service Industry, S. 5. „In 2001, BT Group and the British Broadcasting Corp. (BBC) were the first major private and quasi-private corporations to move toward a single contract for a total property solution.“ Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 34.

¹³¹⁵ Vgl. Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 34 und S. 42. Die Objekte der BBC wurden auf ein Joint Venture von BBC und Trillium übertragen, so dass BBC weiterhin Anteile an den Immobilien hält. Vgl. Land Securities Trillium, BBC Partnership, S. 2.

¹³¹⁶ Vgl. Monger, Public Finance Initiative, S. 19 f.; O’Roarty, Flexible Space, S. 78; Davis, Outsourcing Contracts, S. 303 f.; Jordan/Dixon, PFI and Real Estate Partnerships, S. 22 und S. 24.

¹³¹⁷ Vgl. Cooke, Real Estate Liabilities, S. 172; Carpenter, Own Way, S. 51. Laut einer Studie von FraserCRE aus dem Jahr 2002 sind 77 % der befragten Unternehmen nicht an einer Total Property Outsourcing-Lösung interessiert. Vgl. Cooke, Real Estate Liabilities, S. 172.

¹³¹⁸ Vgl. Rietze, Wertentwicklung, S. 5; vgl. auch Fernández Reumann/Krieger/Friedrichs, Fallstudie Deutsche Telekom AG, S. 425. „Abzuwägen ist hierbei der Zeitsprung zwischen dem derzeitigen Verwertungserlös und dem zukünftigen Erfolg. Dabei stellt sich sofort die Frage der lohnenswerten Zeitspanne im Verhältnis zum möglichen Mehrerlös und der Abwägung des dahinter stehenden Risikos.“ Rietze, Wertentwicklung, S. 5.

▪ Alternativinvestitionen des Unternehmens (bzw. Mittelverwendung).¹³¹⁹

Der zeitliche Faktor wird über den Diskontierungszeitraum berücksichtigt, der Risikofaktor über den Diskontierungszinssatz. Der Kapitaleinsatz besteht grundsätzlich aus zwei Komponenten: dem bereits gebundenen Kapital (Verkehrswert der Immobilie zum aktuellen Zeitpunkt) und evtl. zusätzlich zu investierendem Kapital. Darüber hinaus ist der Restwert bzw. der potenzielle Veräußerungserlös der Immobilie am Ende des Prognosezeitraums von Relevanz.¹³²⁰

Die Vorteilhaftigkeit ist offensichtlich abhängig von dem gegenwärtig und zukünftig erzielbaren Kaufpreis (abzüglich Steuern) und der vereinbarten Miete.¹³²¹ Weiterhin ist der Beitrag einer Verwertungsstrategie bzw. der Restrukturierung der Immobilienbereitstellung zum Unternehmenswert abhängig von der Verwendung der freigesetzten Mittel.¹³²² Alternativinvestitionen können innerhalb des Unternehmens vorliegen; daneben können die freigesetzten Mittel für die Ausschüttung und Risiko/Rendite-äquivalente Wiederanlage durch den Anteilseigner des Unternehmens oder eine Verbesserung der Kapitalstruktur durch Fremdkapitaltilgung oder Aktienrückkäufe verwendet werden.¹³²³

Die Mittelverwendung kann bei der Durchführung von Alternativinvestitionen oder der Tilgung von Fremdkapital unter Umständen die Zahlungsströme erhöhen. Andererseits resultieren höhere Immobilienbereitstellungskosten (Mietzahlungen) in einer Verringerung der Zahlungsströme.¹³²⁴ Die Tilgung von Fremdkapital führt zu einer Verringerung von Zahlungen und einer Steigerung des Unternehmenswertes, wenn der Zinssatz des aufgenommenen Fremdkapitals über der Rendite der Sale-Leaseback-Transaktion liegt.¹³²⁵ Gleichzeitig findet keine Verschlechterung der Risikoposition der Aktionäre statt; bei einer flexiblen Rückmietung wird die Volatilität der Erträge sogar tendenziell verringert. Eine Reinvestition der freigesetzten Mittel in das Kerngeschäft trägt zu einer Steigerung des Unternehmenswertes bei, wenn die Investition bei vergleichbarem Risiko oder unterproportional größerem Risiko eine höhere Rendite als die Sale-Lease-

¹³¹⁹ Vgl. Bryan, Sale-Leasebacks, S. 21

¹³²⁰ Vgl. Weimer, Real Estate Decisions, S. 110; Hill, Maximising Shareholder Value, S. 341.

¹³²¹ Vgl. Neidich/Steinberg, New Equity, S. 77.

¹³²² Vgl. Pederson/Wooten, Market Focus, S. 367; Trundle, Hidden Value, S. 62; Hill, Maximising Shareholder Value, S. 338.

¹³²³ Vgl. Hanson, Shareholder Value's Black Hole, S. 31; Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 45; Levin, Sale-Leaseback, S. 59; Liow, Acquisition and Disposal, S. 20 und S. 30.

¹³²⁴ Vgl. Neidich/Steinberg, New Equity, S. 79.

¹³²⁵ Vgl. Neidich/Steinberg, New Equity, S. 78 f.

back-Transaktion erwirtschaftet.¹³²⁶ Für die Darstellung der Beurteilung von Bereitstellungsalternativen wird im Folgenden eine Alternativinvestition innerhalb des Kerngeschäfts des Unternehmens unterstellt, die über oder unter der Verzinsung von Bestandsimmobilien liegen kann.

5.4.2 Bewertung alternativer Verwertungsstrategien für betriebsneutrale und dauerhaft entbehrliche Immobilien

5.4.2.1 Konkurrenz aktiver Verwertungsstrategien mit Kerngeschäftsbereichen

Die aktive Verwertung betriebsneutraler Immobilien erfordert den Einsatz von Kapital und Managementkapazität und steht somit mit anderen Projekten des Unternehmens in Konkurrenz um diese Ressourcen. Ein barwertorientierter Vergleich dieser konkurrierenden Projekte dient der Entscheidungsfindung über deren Auswahl und Durchführung.

Die prognostizierten Cashflows der alternativen Investitionsprojekte sind mit einem risikoadäquaten Diskontierungsfaktor zu kapitalisieren, um den Barwert zu ermitteln.¹³²⁷ Hierbei wird davon abstrahiert, dass Immobilienprojektentwicklungen in der Regel nicht zur Kerngeschäftstätigkeit von Non-Property Companies gehören, obwohl davon auszugehen ist, dass gegenüber Immobilien- bzw. Projektentwicklungsunternehmen angesichts vorliegender Kompetenzdefizite bzw. komparativer Wettbewerbsnachteile ein höheres Investitionsrisiko besteht.¹³²⁸

Die Wahl eines risikoadäquaten Diskontierungsfaktors geht weiterhin von einer vollkommenen Informationseffizienz aus, so dass der Wert des Unternehmens die Risiken der Investitionen des Unternehmens theoretisch widerspiegeln sollte. In der Praxis werden jedoch – wie in Kapitel 2 bereits dargestellt – Immobilienaktivitäten von Non-

¹³²⁶ Theoretisch sollte sich die Desinvestition einer vollständig eigenfinanzierten Immobilie negativ auf die Risikoposition der Anteilseigner auswirken. Dies ist jedoch angesichts vorliegender Ineffizienzen der Bewertung von Immobilieneigentum durch die Börse nicht zu erwarten, da hiervon keine Diversifikationseffekte auszugehen scheinen. Vgl. hierzu ausführlich Punkt 3.5.2.3 Risikowirkung von Desinvestitionen sowie Punkt 3.5.3 Einfluss des Immobilieneigentums auf Unternehmens-Performance und Risiko.

¹³²⁷ Zu Verfahren, Schwierigkeiten und Lösungsmöglichkeiten der Ermittlung immobilien spezifischer Eigenkapitalkosten vgl. Hens, Marktwertorientiertes Management, S. 152-156 sowie insbesondere 198-202; Arthur Andersen/European Business School, Steuerung von Immobilien-Gesellschaften, S. 17-24; Schäfers/Haub, Shareholder Value-Analyse, S. 510-524.

¹³²⁸ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 42; Salvaneschi, Real Estate Activity, S. 36. BRUEGGEMAN/FISHER/PORTER vertreten die Meinung, dass selbst bei einem Liquiditätsüberschuss im Kerngeschäft keine aktive Wertsteigerung, sondern eine alternative Verwendung der Mittel erfolgen sollte. „[...] if a company's core operations are generating excess cash, management is best advised to buy back its stock rather than diversify into the real estate development business.“ Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 47.

Property Companies überwiegend nicht adäquat bewertet; infolgedessen müssten Investitionen mit einem geringen Risiko unter diesen Bedingungen eine überdurchschnittliche Rendite erwirtschaften, um die Kapitalkosten zu decken und keinen negativen Beitrag zum Gesamtwert des Unternehmens zu leisten. Daher werden in der Praxis häufig sämtliche Investitionsprojekte an einer konzernweit vorgegebenen Hurdle Rate gemessen, die mindestens den Kapitalkosten des Unternehmens entspricht und somit der Durchführung von Projekten vorbeugt, die aufgrund einer Unterdeckung der de facto vorliegenden Kapitalkosten Shareholder Value vernichten würden.¹³²⁹ Ob die Anwendung der konzernweiten Hurdle Rate zu einer Unter- oder Überbewertung von aktiven Verwertungsstrategien führt, ist somit abhängig vom relativen Risiko/Rendite-Profil der aktiven Verwertungsstrategie.

5.4.2.2 Beispielhafte Bewertung alternativer Verwertungsstrategien

Folgendes Beispiel soll den barwertorientierten Vergleich zwischen einer aktiven Verwertungsstrategie und einer passiven, zeitnahen Desinvestition bei alternativer Mittelverwendung verdeutlichen: Das Unternehmen verfügt über ein ungenutztes ehemaliges Werksgelände, dessen Restbuchwert in t_0 15 Mio. € beträgt. Der Erlös aus der Verwertung könnte durch ein Redevlopment gegenüber dem zeitnahen Abverkauf ohne aktive Wertsteigerungsmaßnahmen deutlich gesteigert werden. Statt eines sofort realisierbaren Kaufpreises von 30 Mio. € durch die Veräußerung an ein Projektentwicklungsunternehmen könnte innerhalb eines Zeitraums von fünf Jahren und Investitionen in Höhe von zusätzlichen 15 Mio. € ein Verkaufspreis von 55 Mio. € erzielt werden. Der Diskontierungsfaktor orientiert sich an den Kapitalkosten zweier der Geschäftstätigkeit nach vergleichbarer Immobilienaktiengesellschaften. Er beläuft sich auf 12 % und ist angesichts der Lage des Areals in einer Wachstumsregion und der vorgesehenen Wohnnutzung trotz des Projektentwicklungsrisikos geringer als die Kapitalkosten des Kerngeschäfts. Der Steuersatz des Unternehmens wird pauschal mit 30 % angesetzt. Mögliche Abschreibungen während des Investitionszeitraums bleiben unberücksichtigt. Wie die in Tabelle 16 aufgeführte Berechnung zeigt, hat das Projekt unter den angenommenen Voraussetzungen einen positiven Nettobartwert von 6,6 Mio. €.

Alternativ könnte das freigesetzte Kapital in das Kerngeschäft des Unternehmens investiert werden. Durch eine Expansion könnten jährlich Gewinne von 1,35 Mio. Euro realisiert werden. Die ebenfalls mittels des Capital Asset Pricing-Modells ermittelten

¹³²⁹ Vgl. Chen/Ward, Hurdle Rate, S. 297., [...] there is some considerable evidence that companies in both the US and the UK tend to use a hurdle rate for the evaluation of projects that is higher than the WACC of the companies concerned.“ Chen/Ward, Hurdle Rate, S. 297.

Kapitalkosten des Kerngeschäfts betragen 18 %. Entsprechend werden die Einzahlungsüberschüsse diskontiert. Um die Vergleichbarkeit innerhalb des Betrachtungszeitraums zu gewährleisten, wird angenommen, dass die in das Kerngeschäft investierten Mittel in Periode 5 wieder freigesetzt werden.

in tsd. €	t ₀	t ₁	t ₂	t ₃	t ₄	t ₅
Netto-Verkaufspreis						55.000
Restbuchwert						30.000
zu versteuernder Veräußerungsgewinn						25.000
Steuern						7.500
Veräußerungserlös						47.500
anteiliges Fremdkapital						15.000
frei gewordene Mittel		0				32.500
in die Immobilie investiertes Eigenkapital		-5.000	-5.000	-3.000	-2.000	0
Gewinn aus Immobilieninvestition		0	0	0	0	0
Steuern		0	0	0	0	0
gesamter Cashflow aus Immobilie		-5.000	-5.000	-3.000	-2.000	32.500
Nettobarwert aktive Verwertung t₀	6.585					Diskontierungsfaktor: 12%

Eigene Darstellung.

Tabelle 16: Nettobarwert der aktiven Verwertungsstrategie

in tsd. €	t ₀	t ₁	t ₂	t ₃	t ₄	t ₅
Netto-Verkaufspreis		30.000				
Restbuchwert		15.000				
zu versteuernder Veräußerungsgewinn		15.000				
Steuern		4.500				
Veräußerungserlös		25.500				
anteiliges Fremdkapital		15.000				
frei gewordene Mittel		10.500				
in das Kerngeschäft investiertes EK		-10.500				10.500
Gewinn aus Reinvestition		2.625	2.625	2.625	2.625	2.625
Steuern		-788	-788	-788	-788	-788
gesamter Cashflow aus Reinvestition		1.838	1.838	1.838	1.838	12.338
Nettobarwert passive Verwertung t₀	10.336					Diskontierungsfaktor: 18%

Eigene Darstellung.

Tabelle 17: Nettobarwert der passiven Verwertungsstrategie bei Reinvestition der freigesetzten Mittel in das Kerngeschäft

Die sofortige Freisetzung des in der betriebsneutralen Immobilie gebundenen Kapitals und dessen Investition in das Kerngeschäftsfeld des Unternehmen führt – wie Tabelle

17 zu entnehmen ist – trotz der hohen zu versteuernden stillen Reserven zu einem höheren Nettobarwert und ist somit der aktiven Verwertungsstrategie vorzuziehen.

5.4.3 Bewertung alternativer Bereitstellungsstrategien

5.4.3.1 Cashflow-Anpassung

Zur Beurteilung der Wirkungen des Sale-Leasebacks betriebsnotwendiger Immobilien ist der Barwert der Cashflows bei Beibehaltung des Eigentums und späterer Veräußerung am Ende des Nutzungszeitraums mit dem Barwert der Cashflows im Falle der Desinvestition und gleichzeitigen Rückanmietung zu vergleichen.

Die Barwertermittlung im Rahmen der Entscheidung über eine Restrukturierung der Immobilienbereitstellung bedarf somit einer Cashflow-Anpassung. Je nach Gestaltung der Mietverträge fallen Kosten der Bereitstellung durch Anmietung, d.h. im Wesentlichen Mietzahlungen und Nebenkosten sowie evtl. Instandhaltungsaufwendungen und andere Aufwendungen an.¹³³⁰ Diese Zahlungsströme sind im Rahmen einer Barwertanalyse zu dynamisieren, um den langfristigen Einfluss der Veräußerung auf den Unternehmenswert zu ermitteln.¹³³¹ Dabei sind Zahlungsströme aus der Investition des freigesetzten Kapitals sowie Mieterhöhungen zu berücksichtigen. Der ermittelte Nettoeffekt der Veräußerung zeigt die Vorteilhaftigkeit der Veräußerung an.¹³³²

Bei langfristig betriebsnotwendigen Immobilien besteht das Problem eines sehr langen Nutzungszeitraums. Dies erschwert die Schätzung des Restwertes erheblich, ohne den ein Vergleich verschiedener Bereitstellungsalternativen jedoch nicht erfolgen kann.¹³³³ Um die optimale Form der Bereitstellung zu identifizieren, sind zudem adäquate Diskontierungsfaktoren zugrunde zu legen.¹³³⁴

¹³³⁰ Zur Anpassung der Cashflows vgl. vertiefend Hens, Marktwertorientiertes Management, S. 109-116 sowie S. 142-148. Bei so genannten „net“-Verträgen trägt der Mieter Kosten, die grundsätzlich der Eigentümer einer Immobilie trägt.

¹³³¹ Vgl. Neidich/Steinberg, New Equity, S. 81.

¹³³² Vgl. Neidich/Steinberg, New Equity, S. 80.

¹³³³ Vgl. Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 48; Mather, Occupancy Planning, S. 184. „An area of some confusion among corporate practitioners is the estimation of resale or ‚residual‘ value – that is the reversion value of land and improvements at the end of the lease term.“ Brueggeman/Fisher/Porter, Rethinking, S. 48. „Relatively little writing or research appears to have addressed how corporations evaluate and protect residual value.“ Bryan, Sale-Leasebacks, S. 21.

¹³³⁴ „[...] a company’s real estate financing decision should be driven by that concern’s after-tax cost of capital, which by definition subsumes less quantitative or investment-related occupancy topics.“ Pederson, Corporate Real Estate (1, 4), S. 346.

5.4.3.2 Wahl des Diskontierungsfaktors

5.4.3.2.1 Diskontierungsfaktoren in der Unternehmenspraxis

Der Barwert der Zahlungsströme ist maßgeblich abhängig vom Diskontierungsfaktor. Die Wahl des adäquaten Diskontierungsfaktors, der der Barwertermittlung verschiedener Bereitstellungsalternativen zugrunde zu legen ist, wird in der Theorie wie auch in der Praxis kontrovers diskutiert.¹³³⁵ So finden in der Praxis sowohl die Hurdle Rate des Gesamtkonzerns als auch immobilienpezifische Diskontierungsfaktoren sowie der Fremdfinanzierungszinssatz Anwendung bei der Bewertung der Immobilienbereitstellung durch Eigentum.¹³³⁶ In letzterem Falle wird die Renditeforderung der Anteilseigner vernachlässigt und eine vollständige Fremdfinanzierung der Immobilie unterstellt; dies belegen häufig angeführte Argumente in dieser oder ähnlicher Form: „With corporate borrowing rates significantly lower than investor rent constants, the financial incentive for pursuing sale/leaseback transactions is often not compelling.“¹³³⁷ Auf Basis eines so oder ähnlich begründeten Diskontierungsfaktors wird die Bewertung der Bereitstellungsalternativen verzerrt.

Ein Beispiel soll die Bedeutung des Diskontierungsfaktors bei Entscheidungsfindungen bezüglich Immobilienbereitstellungsstrategien verdeutlichen: NOHA hat im Rahmen einer Benchmarking-Studie drei branchengleiche Unternehmen bezüglich des Verhältnisses zwischen eigengenutzten und angemieteten Immobilien untersucht. Die Strukturen der Verfügungsrechte wichen erheblich voneinander ab (vgl. Abbildung 52).¹³³⁸

Abgesehen davon, dass in keinem der drei Unternehmen klare Richtlinien bezüglich der Investition in Immobilien vorlagen, unterschieden sich die im Rahmen der Entscheidungsfindung über Bereitstellungsstrategien herangezogenen Diskontierungsfak-

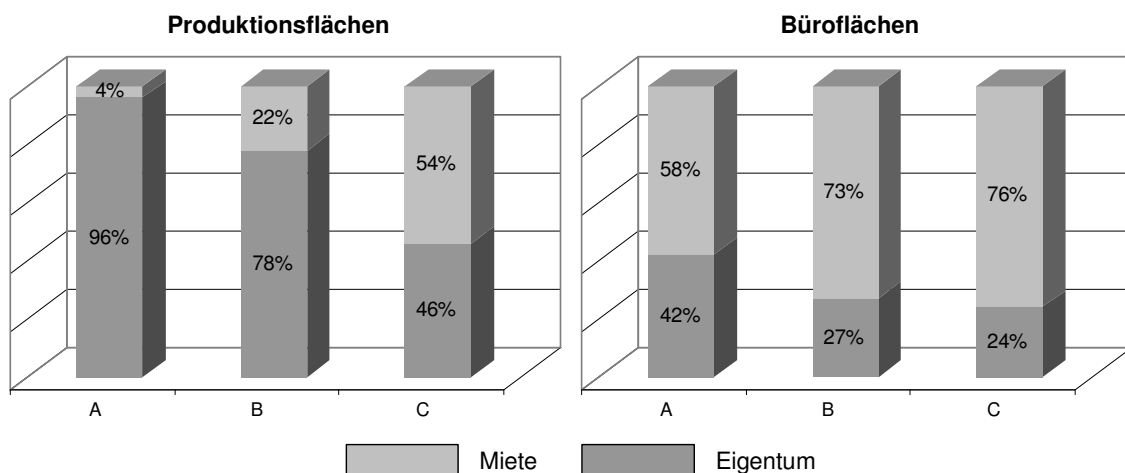
¹³³⁵ Vgl. Waters, Trends, S. 15; Pederson, Corporate Real Estate (1, 4), S. 347; Ward, Cost of Capital, S. 292; Chen/Ward, Hurdle Rate, S. 297; Gibson et al., Needs & Choices, S. 23; Interview vom 18.1.2005 mit Herrn Volker Dittmeier, Sireo Real Estate Asset Management GmbH.

¹³³⁶ Vgl. Interview vom 18.1.2005 mit Herrn Volker Dittmeier, Sireo Real Estate Asset Management GmbH; Pederson, Corporate Real Estate (1, 4), S. 347; Ward, Cost of Capital, S. 292; Chen/Ward, Hurdle Rate, S. 297; Waters, Trends, S. 15. „Real estate decisions are being made from a cost of capital, internal hurdle rate, or cost of debt point of view.“ Waters, Trends, S. 15.

¹³³⁷ Pederson/Wooten, Market Focus, S. 369. Dieses Argument wird in zahlreichen Unternehmen gegen die Durchführung von langfristigen Sale-Leaseback-Transaktionen angeführt. Vgl. auch Interview vom 18.1.2005 mit Herrn Volker Dittmeier, Sireo Real Estate Asset Management GmbH. „Even historically low cap rates are still two or three times greater than the historically low borrowing rates prevailing in the last year.“ Pederson/Wooten, Market Focus, S. 367. Der Diskontierungsfaktor sollte nicht einmalig festgelegt und als gegeben angenommen, sondern mit Veränderungen der Kapitalmarktsituation angepasst werden, um Entscheidungen abzuleiten. Vgl. Pederson, Corporate Real Estate (1, 4), S. 347.

¹³³⁸ Vgl. Noha, Benchmarking, S. 520.

toren trotz vergleichbarer Geschäftstätigkeit erheblich. Der von Unternehmen A in der Vergangenheit gewählte Diskontierungsfaktor verfälschte die tatsächlich vorliegenden Gegebenheiten und führte dadurch zu einer systematischen Bevorzugung der Bereitstellung durch Eigentum gegenüber der Bereitstellung durch Anmietung. Die Ergebnisse des Benchmarkings und die nachfolgende Analyse resultierten in der Entscheidung, das in Immobilien gebundene Kapital durch eine Restrukturierung der Immobilienbereitstellung in erheblichem Maße wieder freizusetzen.¹³³⁹



Quelle: Noha, Benchmarking, S. 520.

Abbildung 52: Verhältnis zwischen Eigen-/Fremdnutzung (nach Fläche) branchengleicher Unternehmen

5.4.3.2.2 Auswahl adäquater Diskontierungsfaktoren auf Basis einer Systematisierung des Entscheidungsproblems

▪ Immobilienspezifische Kapitalkosten

Für Immobilieninvestitionen ist im Allgemeinen die Anwendung eines der Immobilieninvestition angemessenen Diskontierungsfaktors theoretisch zu rechtfertigen.¹³⁴⁰ Daraus ergibt sich ein Barwert, der – falls die Alternative der externen Anmietung oder eines Sale-Leasebacks besteht – mit Alternativinvestitionen zu vergleichen ist. Kann das Kapital im Kerngeschäft einen höheren Wertbeitrag generieren, so ist die Anmietung vorzuziehen.

¹³³⁹ Vgl. Noha, Benchmarking, S. 520.

¹³⁴⁰ Vgl. Krumm/de Vries, Value Creation, S. 67. Die Anwendung eines von vergleichbaren Immobilieninvestitionen abgeleiteten immobilisenspezifischen Diskontierungsfaktors zur Bewertung des Immobilienbestands von Unternehmen schlagen auch MILES/PRINGLE/WEBB für das von ihnen entwickelte Entscheidungsmodell für Bereitstellungsentscheidungen vor. Vgl. Miles/Pringle/Webb, Modeling, S. 52.

Der Ansatz immobilienpezifischer Kapitalkosten birgt jedoch in zweierlei Hinsicht Risiken: Einerseits wird ein perfekter Kapitalmarkt unterstellt, in dem Investitionsrisiken zutreffend bewertet werden. In der Praxis wird Immobilienvermögen jedoch nicht hinreichend in Aktienkursen widergespiegelt, so dass davon ausgegangen werden kann, dass Kapitalmarkttakteure Immobilienzahlungsströme mit einem über den immobilien-spezifischen Kapitalkosten liegenden Diskontierungsfaktor bewerten.¹³⁴¹ Andererseits steigt mit dem Fixkostenanteil die Volatilität des Einkommens der Anteilseigner, wodurch das Risiko und somit auch die geforderte Rendite steigt. Die Immobilienbereitstellung durch Eigentum (und auch durch langfristige Anmietung) verursacht aufgrund der inhärenten Eigenschaften von Immobilien – insbesondere der eingeschränkten Fungibilität – erhebliche Fixkosten.¹³⁴² Diese Probleme werden in der Unternehmenspraxis mit dem Ansatz der Kapitalkosten oder der Hurdle Rate des Gesamtkonzerns gelöst, die der Volatilität des Immobilienbedarfs zu einem gewissen Grad Rechnung trägt.

- Unternehmens- bzw. geschäftseinheitsspezifische Kapitalkosten oder Hurdle Rate des Gesamtunternehmens

Der Ansatz der Kapitalkosten des Gesamtunternehmens kann aufgrund der empirisch nachgewiesenen Ineffizienz der Bewertung von Unternehmensimmobilien im Eigentum – wenn auch theoretisch nicht zu rechtfertigen¹³⁴³ – sinnvoll sein.¹³⁴⁴ Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn Kapitalbedarf für das Kerngeschäft besteht und somit ein Zielkonflikt zwischen Immobilieninvestitionen und Investitionen in das Kerngeschäft vorliegt.¹³⁴⁵ Sofern im Kerngeschäft eine über die Rendite der Immobilienbestandshaltung hinausgehende Rendite erwirtschaftet werden kann, die der Renditeforderung der Eigenkapitalgeber entspricht, ist die Eigenkapitalbindung in Immobilien nach Auffassung zahlreicher Autoren als nicht erstrebenswert anzusehen.¹³⁴⁶ Eine kompromisslose

¹³⁴¹ Vgl. Krumm/de Vries, Value Creation, S. 67.

¹³⁴² Vgl. Booth, Shareholder Value, S. 25.

¹³⁴³ Vgl. Krumm/de Vries, Value Creation, S. 67.

¹³⁴⁴ Asymmetrische Informationsverteilungen haben auf Investitions- und Finanzierungsentscheidungen und -entscheidungsregeln im Allgemeinen wesentlichen Einfluss. Vgl. Brennan, Latent Assets, S. 716 f.

¹³⁴⁵ Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 174; Manning, Economics, S. 12.

¹³⁴⁶ Vgl. Pederson, Corporate Real Estate (1, 4), S. 346 f.; Hanson, Shareholder Value's Black Hole, S. 31 und S. 34; Stürmer, Portfoliostrategie, S. 19. „Historic investment performance indicates that each dollar invested in real estate creates a gap between the expected equity return and the return expected by real estate investors, a condition investors term 'negative arbitrage.'“ Hanson, Shareholder Value's Black Hole, S. 31. „If, for example Smokestack.com Inc. pegs its cost of capital at 11 per cent and can achieve an external real estate financing cost of 9.5 per cent, it should ceteris paribus select an off-balance-sheet route.“ Pederson, Corporate Real Estate (1, 4), S. 346 f.

Ausrichtung der Bereitstellung an den Anteilseignern des Unternehmens sieht die vollständige Anmietung von Immobilien für den Fall vor, dass die Rendite des Kerngeschäfts über der mit der Bestandshaltung von Immobilien erzielbaren Rendite liegt und Immobilien für die Erzielung oder Erhaltung eines dauerhaften Wettbewerbsvorteils nicht zwingend im Eigentum gehalten werden müssen.¹³⁴⁷ Dies gilt insbesondere für wachsende Unternehmen und wachsende Märkte: „If a firm has the potential for substantial growth in earnings, it ought to focus all of its resource on creating growth.“¹³⁴⁸ Die Anwendung der Kapitalkosten oder der Hurdle Rate des Gesamtunternehmens wird den Opportunitätskosten des Haltens eigener Immobilien gerecht.¹³⁴⁹ Unternehmen, die der Forderung der Aktionäre nach einer höheren Eigenkapitalverzinsung unterliegen und Kapitalbedarf in den Kerngeschäftsfeldern aufweisen, verwenden daher häufig den gewichteten Kapitalkostensatz des Kerngeschäfts zur Beurteilung sämtlicher Investitionen.¹³⁵⁰

Streng genommen müssten jedoch Diskontierungsfaktoren für die Beurteilung der Bereitstellungsalternativen herangezogen werden, die die Volatilität des Bedarfs für die betreffenden Immobilien widerspiegeln. Je unsicherer die zukünftige Nutzung ist, desto eher wird die Bereitstellung durch eine kurzfristige Anmietung der Bereitstellung durch Eigentum oder langfristige Anmietung vorgezogen. Somit kann für den Ansatz eines nutzungsspezifischen Diskontierungsfaktors plädiert werden.

▪ nutzungsabhängiger Diskontierungsfaktor

„Real property ownership and occupancy offer a set of definable risk that must be managed – separate and quantify the operational from the financial risks, and set return/performance hurdles.“¹³⁵¹ Ein nutzungsspezifischer Diskontierungsfaktor kann die Sicherheit oder Unsicherheit der zukünftigen Zahlungsströme berücksichtigen. „[...] property decisions need to be analyzed at hurdle rates that take account of the in-

¹³⁴⁷ In diesem Fall erübrigt sich streng genommen ein Barwertvergleich. Vgl. auch Stürmer, Portfoliostrategie, S. 19; Pederson, Corporate Real Estate (1, 4), S. 346 f.

¹³⁴⁸ Louargand, Enterprise Value, S. 258.

¹³⁴⁹ Vgl. hierzu Weimer, Real Estate Decisions, S. 110 f. HANSON argumentiert anhand einer Beispielrechnung, dass die Wertsteigerungen von Immobilien bei einer höheren Rendite des Kerngeschäfts erheblich sein müssten, um die Bereitstellung durch Eigentum zu rechtfertigen. „In order for the purchase option to accomplish the same result, the asset would have to be sold in year 10 for \$15,068,000 instead of \$6 million.“ Hanson, Shareholder Value's Black Hole, S. 34. Zu einer ähnlichen Argumentation bzgl. des Vorhaltens von Reserveflächen vgl. auch Weimer, Real Estate Decisions, S. 111.

¹³⁵⁰ NEIDICH/STEINBERG ziehen beim Vergleich zwischen Halten und Veräußerung einer Immobilie auch den Diskontierungsfaktor des Unternehmens heran. Vgl. Neidich/Steinberg, New Equity, S. 81 f.

¹³⁵¹ Pederson, Corporate Real Estate (1, 4), S. 347.

creased risk that the fixed costs of real estate will attract.“¹³⁵² Dieser Ansatz ist grundsätzlich sinnvoll, da er die Berücksichtigung der Risiken bestimmter Alternativen wie beispielsweise das Risiko eines Leerstands aufgrund eines Wegfalls des Bedarfs erlaubt.¹³⁵³ Dies gilt insbesondere bei Immobilien, bezüglich deren zukünftiger Nutzung Unsicherheit besteht. Ist die Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Nutzung hoch, so ist ein dem Risiko entsprechend hoher Diskontierungsfaktor anzuwenden; dies resultiert tendenziell in der Ablehnung einer Bereitstellung durch Eigentum.¹³⁵⁴

5.4.3.2.3 Veränderungen der Risikoposition der Anteilseigner

Eigenkapitalgeber fordern für die Bereitstellung von Kapital die Erzielung einer bestimmten Rendite. Diese als Eigenkapitalkosten bezeichnete Renditeforderung ist einerseits abhängig von dem Risiko/Rendite-Profil der durchgeführten Investitionen, andererseits von der Fremdfinanzierungsquote und dem Fixkostenanteil, da mit steigender Fremdfinanzierungsquote und steigenden Fixkosten die Volatilität der Eigenkapitalrendite zunimmt.¹³⁵⁵

Eine vollständige Fremdfinanzierung durch Immobilien-Leasing bzw. die Bereitstellung durch externe Dritte und die Anmietung durch das Unternehmen sollte in einem perfekten Kapitalmarkt die Kapitalkosten des Unternehmens nur bei Vorliegen von Steuervorteilen beeinflussen, da Verpflichtungen des Unternehmens in das Risiko der Anteilseigner eingepreist werden.¹³⁵⁶ Theoretisch sollte der Unternehmenswert somit unabhängig von der Finanzierung einer Immobilie sein, d.h. wird der Fremdkapitalanteil zur Finanzierung der Immobilien erhöht, dann sollte die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber steigen, so dass die gewichteten Kapitalkosten des Unternehmens unverändert bleiben.¹³⁵⁷

Durch eine Veräußerung von Immobilien verändert sich somit theoretisch die Risikoposition der Eigentümer des Unternehmens. Praktisch trifft dies jedoch meist nicht oder

¹³⁵² Booth, Shareholder Value, S. 25.

¹³⁵³ Vgl. Mather, Occupancy Planning, S. 174. „[...] real estate decisions should be made in a framework defined by the maturities of the firm, its products, and the market for that product.“ Louargand, Enterprise Value, S. 258.

¹³⁵⁴ „Furthermore, there may be different property solutions, and thus differing levels of fixed cost and risk, for a single business initiative; these should be evaluated in ways that take account of differing levels of project risk.“ Booth, Shareholder Value, S. 25.

¹³⁵⁵ Vgl. Booth, Shareholder Value, S. 24 f.; Lev, Operating Leverage and Risk, S. 638; Mandelker/Rhee, Systematic Risk, S. 56.

¹³⁵⁶ Vgl. Ward, Cost of Capital, S. 288 f. Dabei ist der Steuerschild-Effekt der Fremdfinanzierung zu berücksichtigen, der einen positiven Einfluss auf die Nachsteuerrendite hat. Vgl. Ward, Cost of Capital, S. 289.

¹³⁵⁷ Vgl. Ward, Cost of Capital, S. 289.

nicht in vollem Umfang zu. Zum einen werden Immobilienwerte nicht adäquat im Aktienkurs widerspiegelt, d.h. das geringere Risiko der Immobilieninvestition im Vergleich zur Kerngeschäftstätigkeit des Unternehmens führt nicht zu einer merklich geringeren Volatilität. Zum anderen kann davon ausgegangen werden, dass das Management nicht über immobilienpezifisches Know-how verfügt und somit in Bezug auf Immobilien keine optimalen Entscheidungen fällen kann.

Bei den Bereitstellungsalternativen Miete oder Leasing wird das Verwertungsrisiko auf den Vermieter bzw. Leasinggeber übertragen, so dass das Risiko für Aktionäre sinkt. Weiterhin reduziert die flexible Anmietung Fixkosten, die die Volatilität der Zahlungsströme für Eigenkapitalgeber erhöhen könnten.¹³⁵⁸ Somit kann davon ausgegangen werden, dass sich bei einer Anmietung die Renditeforderung der Eigenkapitalgeber nicht erhöht. Werden mit Fixkosten und illiquiden Anlagegütern einhergehende Risiken reduziert, sollte das Risiko und somit die Eigenkapitalkosten tendenziell zurückgehen.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass Immobilieninvestitionen, die nicht von Non-Property Companies, sondern von Immobilieninvestoren getätigt werden, mit einem immobilienpezifischen Diskontierungsfaktor zu bewerten sind. Einerseits ist dies sinnvoll, da Investoren sich im Falle einer Beteiligung an einem Immobilienunternehmen Risiko/Rendite-Profils von Immobilieninvestitionen bewusst sind und die Zahlungsströme mit einem angemessenen Diskontierungsfaktor bewerten; andererseits erfolgt die Investition in Immobilienunternehmen mit der Zielsetzung, eine indirekte Immobilieninvestition zu tätigen. Während die Anwendung der Hurdle Rate oder der Kapitalkosten des Gesamtunternehmens die Volatilität der Immobiliennutzung zu einem gewissen Grad berücksichtigt, führt die Anwendung von nutzungsspezifischen Diskontierungsfaktoren zu einer Beurteilung von Bereitstellungsalternativen, die Einzelfallentscheidungen im Sinne der Anteilseigner des Unternehmens herbeiführen kann, da die Volatilität der Einkommensströme durch die Wahl adäquater, die Sicherheit des Bedarfs berücksichtigender Bereitstellungsalternativen minimiert wird. Dies ist notwendig, da die Unsicherheit bzgl. des zukünftigen Bedarfs offensichtlich selbst innerhalb eines Geschäftsfelds erheblich abweichen kann.

5.4.3.3 Beispielhafte Bewertung von Bereitstellungsalternativen

Im Rahmen dieser beispielhaften Bewertung wird die Möglichkeit des Sale-Leasebacks einer Bestandsimmobilie der Beibehaltung der Bereitstellung durch Eigentum gegenübergestellt. Dabei wird von den in Tabelle 18 aufgeführten Annahmen ausgegangen.

¹³⁵⁸ Vgl. Neidich/Steinberg, New Equity, S. 76.

Objektbezogene Daten		Finanzierungsbezogene Daten		
Marktwert der Immobilie	48.000	Eigentum	Kapitalstruktur (FK/EK+FK)	0,5
Anschaffungsinvestition	40.000		Fremdkapitaleinsatz	24.000
Buchwert t_0	30.000		FK-Zinssatz	5%
- davon Gebäude	15.000		Tilgungsrate	0%
Restnutzungsdauer (Jahre)	30	Miete	Mietzins	4.000

Eigene Darstellung.

Tabelle 18: Parameter (in tsd. €)

Die Immobilie befindet sich bereits seit ca. 30 Jahren im Eigentum des Unternehmens und weist in Periode 0 einen Buchwert von 30 Mio. € und einen Marktwert von 48 Mio. € auf, so dass stille Reserven von 18 Mio. € vorliegen, die im Falle eine Veräußerung zu versteuern sind. Der potenzielle Verkaufspreis der Immobilie entspricht einem Mietvervielfältiger von 12. Bezüglich der Besteuerung wird von einem einheitlichen Unternehmenssteuersatz von 30 % ausgegangen; die eingeschränkte Abzugsfähigkeit von Dauerschuldzinsen von der Bemessungsgrundlage der Gewerbesteuer wird der Einfachheit halber vernachlässigt. Das Objekt wird – wie auch das Gesamtunternehmen – zu 50 % fremdfinanziert.¹³⁵⁹

in tsd. €	t ₀	t ₁	t ₂	t ₃	t ₄	t ₅	t ₆	t ₇	t ₈	t ₉	t ₁₀
Umsatzerlöse		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Abschreibung		-500	-1.000	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500	-500
Zinsen		-1.200	-1.200	-1.200	-1.200	-1.200	-1.200	-1.200	-1.200	-1.200	-1.200
Gewinn vor Steuern		-1.700	-2.200	-1.700	-1.700	-1.700	-1.700	-1.700	-1.700	-1.700	-1.700
Umsatzerlöse		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Zinsen		-1.200	-1.200	-1.200	-1.200	-1.200	-1.200	-1.200	-1.200	-1.200	-1.200
Tilgung		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Unternehmenssteuern		510	660	510	510	510	510	510	510	510	510
gesamter Cashflow Eigentum		-690	-540	-690	-690	-690	-690	-690	-690	-690	-690
Nettobarwert											
Bereitstellung durch Eigentum t ₀	-3.779										
Netto-Verkaufspreis											48.000
Restbuchwert											25.000
zu versteuernder Veräußerungsgewinn											23.000
Steuern											6.900
Veräußerungserlös nach Steuern											41.100
anteiliges Fremdkapital											24.000
frei gewordene Mittel											17.100
in das Kerngeschäft investierte Mittel											0
Gewinn aus Reinvestition		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Steuern		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
gesamter Cashflow Veräußerung		0	0	0	0	0	0	0	0	0	17.100
Nettobarwert											
Reinvestition t ₀	5.506										
gesamter Cashflow nach Steuern		-690	-540	-690	-690	-690	-690	-690	-690	-690	16.410
gesamter Nettobarwert											
Bereitstellung durch Eigentum t ₀	1.727										
Diskontierungsfaktor: 12%											

Eigene Darstellung.

Tabelle 19: Nettobarwert der Bereitstellung durch Eigentum

¹³⁵⁹ Die Finanzierungsstruktur bemisst sich an den jeweiligen Marktwerten.

Um die Kapitalverwendung für die Bereitstellung durch Eigentum und die alternative Verwendung bei der Bereitstellung durch Anmietung vergleichen zu können, werden die relevanten Cashflows isoliert gegenübergestellt (vgl. Tabelle 19). Hierbei wird davon ausgegangen, dass die Zinszahlungen und Abschreibungen der Bereitstellung durch Eigentum steuermindernd mit Gewinnen der nutzenden Unternehmenseinheiten verrechnet werden können, daher wird in der Betrachtung ein positiver Steuereffekt ausgewiesen. Für die Barwertermittlung der Bereitstellung durch Eigentum wurde ein Diskontierungsfaktor von 12 % angenommen. Um die Vergleichbarkeit der Alternativen zu gewährleisten wird weiterhin zum Ende des Betrachtungszeitraums das investierte Kapital – ebenfalls ohne Wertsteigerung – wieder freigesetzt.¹³⁶⁰

in tsd. €	t ₀	t ₁	t ₂	t ₃	t ₄	t ₅	t ₆	t ₇	t ₈	t ₉	t ₁₀
Umsatzerlöse		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Mietzahlungen		-4.000	-4.000	-4.000	-4.000	-4.000	-4.000	-4.000	-4.000	-4.000	-4.000
Gewinn vor Steuern		-4.000	-4.000	-4.000	-4.000	-4.000	-4.000	-4.000	-4.000	-4.000	-4.000
Unternehmenssteuern		1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200	1.200
gesamter Cashflow Anmietung		-2.800	-2.800	-2.800	-2.800	-2.800	-2.800	-2.800	-2.800	-2.800	-2.800
Netto-Barwert											
Bereitstellung durch Anmietung t₀	-12.583										
Netto-Verkaufspreis		48.000									
Restbuchwert		30.000									
zu versteuender Veräußerungsgewinn		18.000									
Steuern		5.400									
Veräußerungserlös		42.600									
anteiliges Fremdkapital		24.000									
frei gewordene Mittel		18.600									
in das Kerngeschäft investierte Mittel		-18.600									18.600
Gewinn aus Reinvestition		4.650	4.650	4.650	4.650	4.650	4.650	4.650	4.650	4.650	4.650
Steuern		-1.395	-1.395	-1.395	-1.395	-1.395	-1.395	-1.395	-1.395	-1.395	-1.395
gesamter Cashflow Reinvestition		3.255	3.255	3.255	3.255	3.255	3.255	3.255	3.255	3.255	21.855
Netto-Barwert											
Reinvestition t₀	18.182										
gesamter Cashflow nach Steuern		455	455	455	455	455	455	455	455	455	19.055
gesamter Netto-Barwert											
Bereitstellung durch Eigentum t₀	5.599										
Diskontierungsfaktor: 18%											

Eigene Darstellung.

Tabelle 20: Netto-Barwert der Sale-Leaseback-Transaktion bei Reinvestition der freigesetzten Mittel in das Kerngeschäft

Bei der Veräußerung und Rückmietung der Immobilie wird das zur Finanzierung der Immobilie eingesetzte Fremdkapital vollständig getilgt. Infolge der Investition der freigesetzten Mittel in das risikoreichere Kerngeschäft steigt das Investitionsrisiko der Anteilseigner des Unternehmens. Der für die Ermittlung des Barwertes der Sale-Leaseback-Alternative zugrunde gelegte Diskontierungsfaktor von 18 % spiegelt dieses höhere Investitionsrisiko wider. Die Vorsteuerrendite des freigesetzten und in das

¹³⁶⁰ Alternativ hätte auch eine ewige Rente der Einzahlungsüberschüsse angesetzt werden können.

Kerngeschäft investierten Eigenkapitals liegt bei 25 %. Die Barwertermittlung wird in Tabelle 20 dargestellt.

In diesem Beispiel ist die Bereitstellung durch Anmietung aufgrund einer höheren Rendite des Kerngeschäfts der Bereitstellung durch Eigentum vorzuziehen; der Netto-Barwert ist in diesem Falle deutlich höher. Um einen vergleichbaren Barwert zu erzielen, müsste die Immobilie innerhalb des Betrachtungszeitraums von zehn Jahren eine Wertsteigerung von ca. 17 Mio. € erfahren, was einer Wertsteigerung von über 3 % per anno entspricht, ohne dass eine Wertsteigerung der Investition in das Kerngeschäft berücksichtigt wird.

5.5 Transaktionsformen

5.5.1 Systematisierung der Transaktionsformen

Es gibt eine Vielzahl von Möglichkeiten, liquide Mittel aus Immobilien freizusetzen. Die Wahl der Transaktionsform ist sowohl abhängig von der weiteren Verwendung der Immobilien (Kontrollbedarf, Fristigkeit der weiteren Nutzung etc.) als auch von den Investitionskriterien bzw. -strategien potenzieller Erwerber. Je nach Ausgangssituation und Zielsetzungen des jeweiligen Unternehmens – auch in Bezug auf Steuerwirkung und Bilanzierung – müssen maßgeschneiderte Monetarisierungsstrategien entwickelt werden.¹³⁶¹

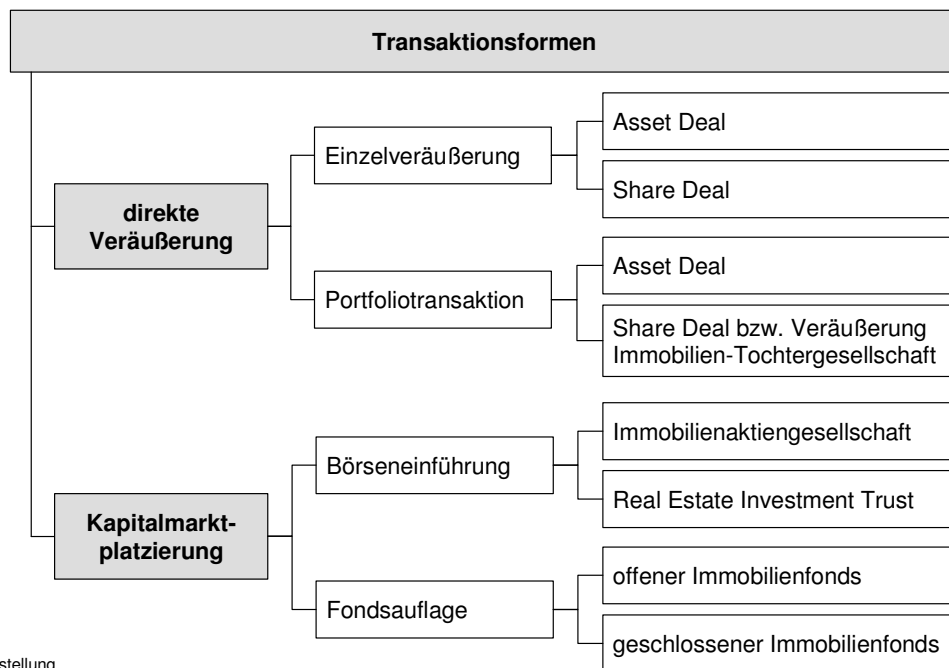
Diese schließen sich nicht gegenseitig aus. Vielmehr kann die Restrukturierung des Immobilienvermögens den Einsatz mehrerer Monetarisierungsstrategien nach sich ziehen.¹³⁶² Voraussetzung für die Wahl der optimalen Desinvestitionsstrategien ist die klare Strukturierung des Immobilienbestands nach Betriebsnotwendigkeit und Marktfähigkeit sowie die Simulation der Cashflow-Entwicklung der (Teil-)Portfolios. Die einzelnen Monetarisierungsalternativen sollen im Folgenden näher betrachtet werden, um ihren Einfluss auf die mit der Monetarisierung verfolgten Ziele beurteilen zu können. In Bezug auf den Risikotransfer und die Bilanzierung unterscheiden sich die Transaktionsformen z. T. erheblich.

Grundsätzlich kann man zwischen direkten und kapitalmarktorientierten Transaktionsformen trennen. Die direkte Veräußerung an einen Investor kann durch unmittelbare Eigentumsübertragung der einzelnen Immobilien (Asset Deal) oder durch Zwischen-

¹³⁶¹ Vgl. Lawson, Assets, ohne Seite.

¹³⁶² Vgl. Fernández Reumann, Sireo, S. 347.

schaltung einer die Immobilien haltenden Gesellschaft (Share Deal) erfolgen.¹³⁶³ Bei kapitalmarktorientierten Transaktionen dagegen werden die Immobilien verbrieft und bei Investoren platziert. Zu den eigenkapitalorientierten Anlageprodukten zählen Immobilienaktiengesellschaften, Real Estate Investment Trusts (REITs), offene Immobilienpublikums- und –spezialfonds und geschlossene Immobilienfonds. Abbildung 53 stellt die Systematisierung der Formen der Monetarisierung grafisch dar.



Eigene Darstellung.

Abbildung 53: Systematisierung der Transaktionsformen

5.5.2 Direkte Veräußerung

5.5.2.1 Portfoliotransaktion

Der Begriff Portfoliotransaktion ist weder legaldefiniert noch handelt es sich um einen feststehenden, d.h. in der Praxis einheitlich gebrauchten Begriff.¹³⁶⁴ Streng genommen liegt bereits bei der Übertragung mindestens zweier Objekte in einem zeitlichen und wirtschaftlichen Zusammenhang eine Portfoliotransaktion vor. In der Regel beinhaltet eine Portfoliotransaktion jedoch eine Vielzahl von Objekten.¹³⁶⁵

¹³⁶³ Vgl. Charifzadeh, Corporate Restructuring, S. 89 f. und S. 117; Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

¹³⁶⁴ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

¹³⁶⁵ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

Neben dem numerischen existiert das Kriterium des rechtlichen und/oder wirtschaftlichen Zusammenhangs. Dabei kann man zwischen so genannten „bundled“ und „unbundled“ Portfoliotransaktionen unterscheiden. Wird das Portfolio „bundled“ als wirtschaftliche/rechtliche Einheit (so genannter „package deal“) verkauft, so kommt der Vertrag nur zustande, wenn tatsächlich alle Immobilien übertragen werden. Aufschiebende Bedingungen („conditions precedent“) oder Rücktrittsrechte verhindern eine Übertragung, wenn bestimmte Mindestgrößen nicht erreicht werden oder bestimmte Immobilien herausfallen.¹³⁶⁶ Scheitert die Veräußerung eines Objekts des Portfolios, so scheitert automatisch die Veräußerung aller anderen Objekte. Bei der wirtschaftlichen oder rechtlichen Verknüpfung, d.h. bei einer „unbundled“ Portfoliotransaktion hingegen findet auch eine Veräußerung einzelner Objekte statt, ohne dass das gesamte Portfolio als Einheit veräußert werden muss.¹³⁶⁷ Fällt hierbei ein Objekt aus dem Transaktionsprozess, so erfolgt eine Anpassung des Verkaufspreises gemäß einem vorab festgelegten Preismechanismus, d.h. im einfachsten Fall durch Subtraktion des Einzelverkaufspreises des entsprechenden Objekts oder auf Basis einer anderen, vorab festgelegten Preisformel.¹³⁶⁸ Der im Rahmen einer Portfoliotransaktion geschlossene Mantel- oder auch Rahmenvertrag enthält unter anderem Regelungen zu Gesamt- und Einzelkaufspreisen.¹³⁶⁹

5.5.2.2 Einzelveräußerung versus Paketveräußerung

„Zur Strategie des Desinvestments gehört die Grundsatzentscheidung, im Paket oder einzeln zu verwerten.“¹³⁷⁰ Traditionell wurden einzelne Objekte auf Basis einzelner Kaufverträge veräußert. Mittlerweile werden zunehmend Veräußerungen ganzer Bestände umgesetzt.¹³⁷¹ Dies gilt auch für betriebsnotwendige Immobilien, wobei Rückmietungsvereinbarungen getroffen werden, die einerseits einer Kapitalfreisetzung, andererseits jedoch auch einer Flexibilisierung der Immobilienbereitstellung dienen.¹³⁷² Unter diesem Gesichtspunkt ergibt sich eine neue Sichtweise bezüglich der Bewertung von Portfoliotransaktionen. Sie können nicht nur einen schnellen Liquiditätszufluss und

¹³⁶⁶ Vgl. Kummer, Portfoliotransaktionen, S. 74.

¹³⁶⁷ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer; Kummer, Portfoliotransaktionen, S. 5. Die geringste wirtschaftliche Verknüpfung ist bspw. die Vereinbarung eines Paketpreises. Vgl. ebenda.

¹³⁶⁸ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

¹³⁶⁹ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer; Maschmeier/Billwiller, Vertragsgestaltung, S. 15.

¹³⁷⁰ Rietze, Wertentwicklung, S. 4.

¹³⁷¹ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

¹³⁷² Vgl. Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 41.

eine zügige und umfassende Trennung von Eigentümerrisiken bewirken, sondern auch die Risiken der Bereitstellung reduzieren.¹³⁷³

	Vorteile	Nachteile
Einzelveräußerung	<ul style="list-style-type: none"> ▪ in der Regel höherer Brutto-Preis, jedoch mit zeitlicher Verzögerung ▪ Timing kann unter Berücksichtigung regionaler Besonderheiten erfolgen ▪ geringes Risiko des Scheiterns der Verkaufsverhandlungen ▪ geringeres öffentliches Interesse (insbesondere bzgl. Stellenabbau und Standortverlagerung) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ längerer Vermarktungszeitraum und längere Bindung von Managementkapazität ▪ fehlende Vertriebskompetenz ▪ höhere Transaktionskosten ▪ Unterschreiten des Mindestanlagevolumens institutioneller Investoren¹³⁷⁴ ▪ hoher Aufwand ▪ Risiko des „Cherry Picking“ (Restanten = unverkäufliche Restbestände) ▪ Personalabbau und Kapazitätsanpassungen laufend erforderlich
Paketverkauf	<ul style="list-style-type: none"> ▪ schnelle Liquiditätszuführung ▪ großes Absatzpotenzial durch hohe Kapitalausstattung potenzieller Investoren ▪ zügige Konzentration auf das Kerngeschäft/geringere Bindung von Managementressourcen ▪ geringe Transaktionskosten durch strukturierten Transaktionsprozess ▪ Vermeidung eines durch „Cherry Picking“ hervorgerufenen Restbestands schwer oder nicht veräußerbarer Immobilien ▪ Möglichkeit des Betriebsübergangs der Immobilienabteilung nach § 613 a BGB ▪ Kapitalmarktwahrnehmung durch großes Volumen/positive Signalwirkung ▪ Möglichkeit der Flexibilisierung ▪ zukünftig evtl. Möglichkeit der Senkung immobilienbezogener Kosten aufgrund günstiger kapitalmarktorientierter Refinanzierung (strategischer) Investoren¹³⁷⁵ 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Paketabschlag ▪ Risiko des Scheiterns der Transaktion (Sunk Costs)

Eigene Darstellung.

Tabelle 21: Vor- und Nachteile von Einzelveräußerungen und Portfoliotransaktionen

¹³⁷³ Vgl. Gibson/Louargand, Workplace Portfolio, S. 42. „Companies want an ‚accordion‘ plan for their real estate – the ability to shrink or swell [...] And we’re saying, ‚If you give us a large enough number of buildings, we’ll give you the ability to withdraw from some of those.‘“ Durfee, Leasebacks, S. 96.

¹³⁷⁴ Aufgrund der geringen personellen Ressourcen haben Real Estate Private Equity Funds nicht die Möglichkeit, große Investitionsvolumina im Rahmen von Einzelinvestitionen zu investieren. Daher konzentrieren sie sich auf Akquisitionen mit einem Investitionsvolumen von 50 Mio. bis 1 Mrd. €. Vgl. Kummer, Portfoliotransaktionen, S. 22. 62,2 % aller ausländischen Investoren bevorzugen als Anlageform den Kauf von Portfolios. Vgl. Kummer, Portfoliotransaktionen, S. 21.

¹³⁷⁵ Securitisations bedürfen aufgrund der Transaktionskosten eines gewissen Mindestverbriefungsvolumens. Vgl. Wainwright, Divestment, S. 337.

Die Entscheidung darüber, ob betriebsnotwendige Immobilien als Paket oder einzeln veräußert werden sollen, ist abhängig von mehreren Faktoren. Die Qualität und Zusammensetzung des Gesamtbestands, die zukünftige Bewirtschaftung und die Größe und das Leistungsbild potenzieller Investoren sowie die Finanzierbarkeit aufgrund der Cashflow-Entwicklung der Immobilien müssen bei der Entscheidung gleichermaßen berücksichtigt werden. Wird mit der Veräußerung die mittel- bis langfristige Zusammenarbeit mit einem einzigen Investoren bezweckt, ist die Veräußerung an einen einzigen strategischen Investor die beste Lösung.¹³⁷⁶ Eine Gegenüberstellung von Einzel- und Paketverkauf ist nur vor dem Hintergrund der mit der Veräußerung verfolgten Zielsetzungen sinnvoll. Grundsätzlich weisen Paketverkäufe und Einzelveräußerungen jedoch die in Tabelle 21 aufgeführten Vor- und Nachteile auf.¹³⁷⁷

5.5.2.3 Asset Deal versus Share Deal

Asset Deals bezeichnen – wie bereits erwähnt – den direkten Verkauf einer oder mehrerer Immobilien in der Einzelrechtsnachfolge. Im Gegensatz dazu erwirbt der Käufer bei einem Share Deal die Anteile an einer die Immobilie(n) haltenden Gesellschaft.¹³⁷⁸

Die Übertragung von Immobilien – ob einzeln oder im Paket – im Rahmen eines Share Deals ist mittlerweile genauso üblich wie auf dem Wege eines Asset Deals.¹³⁷⁹ Share Deals sind gegenüber Asset Deals unter bestimmten Voraussetzungen steuerlich bevorzugt. Dies ist jedoch abhängig von der jeweils vorliegenden Ausgangslage und den bilanziellen und steuerlichen Konsequenzen.¹³⁸⁰ Der Gewinn aus der Veräußerung ist bei einem Asset Deal steuerpflichtig. Bei einem Share Deal hingegen kann – sofern es sich um eine Kapitalgesellschaft handelt – die Besteuerung des Veräußerungsgewinns vermieden werden. Voraussetzung dafür ist, dass die Gesellschaft seit mindestens sieben Jahren besteht und an eine andere Kapitalgesellschaft veräußert wird.¹³⁸¹

Der Verkauf einer Immobilie löst zudem stets eine Grunderwerbsteuer aus. Bei dem Verkauf von Anteilen an einer Gesellschaft lässt sich die Grunderwerbsteuer unter bestimmten Voraussetzungen vermeiden. So wird die Verpflichtung zur Abführung der Grunderwerbsteuer laut § 1 Abs. 2a und Abs. 3 Grunderwerbsteuergesetz (GrEStG) nur dann ausgelöst, wenn mindestens 95 % der Anteile an der die Immobilien halten-

¹³⁷⁶ Vgl. Linneman, *Coming Disposal*, S. 13.

¹³⁷⁷ Vgl. Graebner, *Immobilienportfolios*, S. 16; Kummer, *Portfoliotransaktionen*, S. 22.

¹³⁷⁸ Vgl. Charifzadeh, *Corporate Restructuring*, S. 89 f. und S. 117.

¹³⁷⁹ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

¹³⁸⁰ Vgl. Schede, *Rechtliche Aspekte*, S. 43.

¹³⁸¹ Vgl. Gier, *Unternehmenssteuerreform*, S. 103; Kummer, *Portfoliotransaktionen*, S. 45.

den Personen- oder Kapitalgesellschaft übertragen werden.¹³⁸² Dadurch kann ein „phase out“ realisiert werden.¹³⁸³

Share Deals haben jedoch auch Nachteile gegenüber Asset Deals. So findet beim Erwerb einer Gesellschaft nicht nur der Übergang sämtlicher Aktiva, sondern auch sämtlicher Passiva der Gesellschaft statt.¹³⁸⁴ Um das Risiko dieser so genannten „hidden liabilities“ so weit wie möglich zu reduzieren, ist eine hinreichend genaue Prüfung der Gesellschaft durchzuführen. So können beispielsweise latente Steuerrisiken im Zusammenhang mit verdeckten Gewinnausschüttungen aufgrund des Übergangs zum Halbeinkünfteverfahren, aufgrund nachträglicher Festsetzungen von Körperschaft-, Gewerbe-, Umsatz-, Grund- oder Grunderwerbsteuer sowie aufgrund zu Unrecht erfolgter Teilwertabschreibungen bestehen. Häufig besteht eine fortlaufende Haftung des Verkäufers für Verbindlichkeiten, Rückstellungen etc.¹³⁸⁵

5.5.3 Kapitalmarktorientierte Transaktionen

5.5.3.1 Börseneinführung

Die Veräußerung von Immobilienbeständen im Wege eines Property IPOs erfolgt in zwei Stufen. Zunächst werden – falls noch keine eigenständige Immobilien-Tochtergesellschaft existiert – die betreffenden Liegenschaften in ein neu zu gründendes Unternehmen übertragen und im Falle einer weiteren Nutzung von der neuen Immobiliengesellschaft zurückgemietet. Im Regelfall wird das Non Property-Unternehmen die Immobilien als Sacheinlage in die Tochtergesellschaft einbringen und im Gegenzug die Anteile an der Gesellschaft erhalten.

Diese „alten“ Aktien werden anschließend – meist im Rahmen einer Mischplatzierung – am Kapitalmarkt platziert, so dass die Emissionserlöse nicht nur dem Alteigentümer, sondern auch dem Immobilienunternehmen zufließen.¹³⁸⁶ Je nachdem, ob ein Mehrheits- oder Minderheitsanteil der Aktien des Alteigentümers platziert wird, handelt es sich um ein Subsidiary IPO (auch: Spin-out oder „partial public offering“) oder ein Equity Carve-out.¹³⁸⁷ Abbildung 54 stellt die Desinvestition durch Börseneinführung

¹³⁸² Vgl. Sigloch, Besteuerung, S. 740 f.; Weber/Baumunk, Bilanzierung, S. 75.

¹³⁸³ Vgl. Kummer, Portfoliotransaktionen, S. 13 und S. 46.

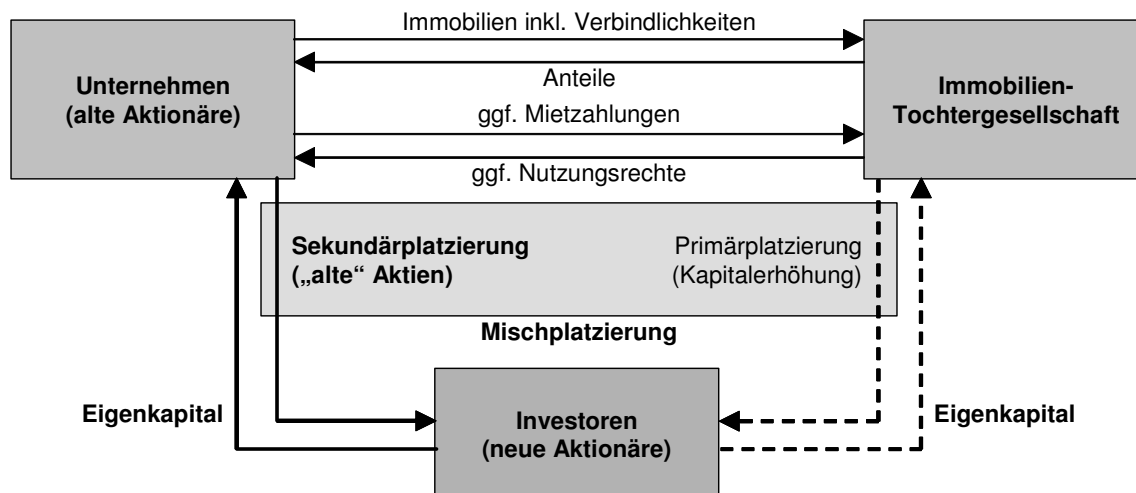
¹³⁸⁴ Vgl. Maschmeier/Billwiler, Vertragsgestaltung, S. 5. Daneben besteht in Einzelfällen das Problem der kartellamtlichen Freigabe, auf das im Rahmen dieser Arbeit nicht weiter eingegangen wird. Vgl. hierzu Maschmeier/Billwiler, Vertragsgestaltung, S. 6 f.

¹³⁸⁵ Vgl. Kummer, Portfoliotransaktionen, S. 45-47; Maschmeier/Billwiler, Vertragsgestaltung, S. 5.

¹³⁸⁶ Vgl. Schäfers/Haub/Stock, Going Public, S. 323.

¹³⁸⁷ Vgl. Charifzadeh, Corporate Restructuring, S. 92-94.

schematisch dar. Bei der Monetarisierung durch die Börseneinführung des Immobilienbereichs wird die Bilanz um das veräußerte Immobilienvermögen und die Gewinn- und Verlustrechnung um immobilienbezogene Kosten bereinigt. Anstelle der Immobilien treten zunächst die Anteile an der Immobiliengesellschaft. Sofern die Beteiligung durch ein Equity Carve-out um mehr als 50 % reduziert wird, wird die Gesellschaft dekonsolidiert.



Eigene Darstellung.

Abbildung 54: Transaktionsstruktur der Desinvestition durch Börseneinführung

Die Gründung und Ausgliederung eines Immobilienunternehmens ist nur dann wirtschaftlich sinnvoll und zulässig, wenn eine ausreichende Größe des Portfolios bzw. des Unternehmens vorliegt.¹³⁸⁸ Immobilienaktiengesellschaften unterliegen im Gegensatz zu offenen Immobilienfonds keinen Anlagebeschränkungen,¹³⁸⁹ doch das Management muss als Voraussetzung eines Börsengangs hinreichende Kompetenzen aufweisen.¹³⁹⁰ Weiterhin ist zu berücksichtigen, dass die Börseneinführung einer Vorlaufzeit bedarf, da die Platzierung am Kapitalmarkt eine gewisse Börsenreife voraus-

¹³⁸⁸ Vgl. Linneman, Coming Disposal, S. 14; Schlag, Kapitalanlage in Immobilien, S. 71 f. Für einen Börsengang ist nach Expertenmeinung ein Mindestkapital von 50 Mio. € angemessen. Vgl. Friedemann, Reits, S. 43. Unter anderem aus diesem Grund wird in den USA die gebündelte Monetarisierung der Immobilienbestände mehrerer Unternehmen diskutiert. Vgl. Ettorre, Strategic New World, S. 46.

¹³⁸⁹ Vgl. Schlag, Kapitalanlage in Immobilien, S. 258-262; Bone-Winkel, Immobilienanlageprodukte, S. 676.

¹³⁹⁰ Vgl. Linneman, Coming Disposal, S. 14.

setzt¹³⁹¹ und das Unternehmen laut Börsenzulassungsverordnung (BörsZulV) vor der Börseneinführung mindestens drei Jahre bestanden haben muss.¹³⁹² Die Monetarisierung durch einen Börsengang ist infolgedessen nur dann kurzfristig durchführbar, wenn die Voraussetzungen für das Going Public bereits geschaffen wurden.¹³⁹³ Die öffentliche Platzierung verursacht zudem relativ hohe sowohl einmalige als auch laufende Kosten.¹³⁹⁴ Da in den meisten Fällen keine vollständige Platzierung der Aktien der Alt-eigentümer stattfindet, wird zudem in der Regel nur ein Teil des in Immobilien gebundenen Kapitals freigesetzt.¹³⁹⁵

Der erzielbare Veräußerungserlös ist sowohl vom Kapitalmarktumfeld als auch von der Akzeptanz der Immobilienakteingesellschaft als börsennotiertes Anlagevehikel abhängig. Bislang stand den Kosten einer Börseneinführung in der Regel kein angemessener Veräußerungserlös gegenüber, insbesondere da viele Immobilienaktiengesellschaften mit Abschlägen auf den Net Asset Value gehandelt werden.¹³⁹⁶

Mit der Einführung steuertransparenter börsennotierter Immobiliengesellschaften nach dem Vorbild des REIT könnte die Veräußerung des Immobilienportfolios durch einen Börsengang jedoch an Bedeutung gewinnen.¹³⁹⁷ REITs weisen im Gegensatz zu „gewöhnlichen“ Immobilienaktiengesellschaften häufig Aufschläge („premiums“) auf den Net Asset Value auf, so dass die Einführung von REITs die Monetarisierung durch ei-

¹³⁹¹ Vgl. vertiefend Schäfers/Haub/Stock, Going Public, S. 325-327. Vgl. auch Schulte/Bone-Winkel, Deutschen Reits droht ein Reinfall, S. 47. Als problematisch kann sich bei der Börseneinführung betriebsnotwendiger Immobilien die mangelnde Mieterdiversifikation auswirken. Vgl. Buckley, Portfolio Exit Strategies, S. 367. Die Gründung einer gemeinsamen Immobiliengesellschaft mit anderen Unternehmen könnte dieses Problem reduzieren. Vgl. Buckley, Portfolio Exit Strategies, S. 367.

¹³⁹² Vgl. Hens, Marktwertorientiertes Management, S. 243; Schlag, Kapitalanlage in Immobilien, S. 71-73.

¹³⁹³ Vgl. Schäfers/Haub/Stock, Going Public, S. 325-332.

¹³⁹⁴ Vgl. Schäfers/Haub/Stock, Going Public, S. 324 f.

¹³⁹⁵ Vgl. Schäfers/Haub/Stock, Going Public, S. 323.

¹³⁹⁶ Vgl. Lizieri/Oughton/Baum, Who Owns the City?, S. 5; Brounen/ter Laak, Discount, S. 1; Barkham/Ward, Discount, S. 292. Die Abschläge belaufen sich auf bis zu 30 % und mehr. Vgl. Klug, Immobilienaktien, S. 47. BROUNEN/TER LAAK stellen im Rahmen ihrer Studie Abschläge von durchschnittlich 36 % fest. Vgl. Brounen/ter Laak, Discount, S. 1. Zu den möglichen Ursachen der Unterbewertung vgl. Naubereit/Gier, Securitization in Real Estate, S. 6-13; Scharpenack/Nack/Haub, Immobilien-Aktiengesellschaften, S. 672-674; Sotelo, Immobilienaktiengesellschaften, S. 25 f.; Barkham/Ward, Discount, S. 291-309; Brounen/ter Laak, Discount, S. 13; Falzon, REIT Valuation, S. 23 f. und S. 32 f.

¹³⁹⁷ Vgl. Beck/Droste/Zoller, Ausbau des deutschen Immobilien-Investmentmarktes, S. 192 sowie Friedemann, Bilanzierung, S. 41. Das Bundesfinanzministerium will die Vorteilhaftigkeit der Einführung von REITs in Deutschland prüfen lassen. Vgl. Friedemann, Immobilienaktien, S. 39. Der mögliche Bedeutungsgewinn kapitalmarktorientierter Lösungen ist jedoch stark abhängig von der Regulierung des German REIT (G-REIT). Die derzeitige Diskussion deutet auf eine Überregulierung hin. Vgl. Schulte/Bone-Winkel, Deutschen Reits droht ein Reinfall, S. 47.

nen Börsengang begünstigen könnte.¹³⁹⁸ In Frankreich wiesen Immobilienaktiengesellschaften vor der Einführung des REIT als Anlageinstrument Abschläge von 20-25 % auf. Nach der Umwandlung aller bekannten Immobiliengesellschaften infolge der REIT-Einführung im Jahr 2003 werden die Gesellschaften heute vermehrt mit Aufschlägen auf den Net Asset Value gehandelt.¹³⁹⁹

REITs sind in den USA bereits seit den 80-iger Jahren als eigenständiges Anlagesegment etabliert. Dennoch ist das REIT-Wachstum in den USA bislang nur zu einem vernachlässigbaren Anteil auf das unmittelbare Outsourcing von Unternehmensimmobilien zurückzuführen.¹⁴⁰⁰ Zu den Unternehmen, die ihre Immobilien in REIT-Form verbriefen haben, gehört beispielsweise Walt Disney Co.¹⁴⁰¹ Seitdem der Internal Revenue Service (IRS) im Juni 2001 ein entsprechendes Revenue Ruling (2001-29) zum Internal Revenue Code (IRC) §355 (d) erlassen hat, sind dort auch Spin-offs von Unternehmensimmobilien in einen REIT steuerfrei möglich, so dass mit einer Zunahme direkter Separationen durch REITs zu rechnen ist.¹⁴⁰²

5.5.3.2 Offener Immobilienfonds

Sofern ein ausreichender Teil der Immobilien die qualitativen Anforderungen des Investmentgesetzes (InvG) erfüllt, ist auch die Veräußerung an einen eigens für diesen Zweck von einer Kapitalanlagegesellschaft zu gründenden offenen Immobilien-Publikums- oder -Spezialfonds möglich. Der Fonds erwirbt das Kapital für die Finanzierung des Immobilienerwerbs durch die Platzierung von Anteilsscheinen bei Investoren und durch Aufnahme von Fremdkapital (maximal 50 % des Fondsvermögens). Das Fondsvolumen unterliegt keiner Begrenzung, so dass die Ausgabe neuer Anteilsscheine jederzeit möglich ist, um das Fondsvermögen zu erhöhen. Andererseits besteht eine jederzeitige, gesetzlich vorgeschriebene Rücknahmeverpflichtung für Anteilsscheine. Das Management des offenen Immobilienfonds übernimmt die Kapitalanlagegesell-

¹³⁹⁸ In den USA wiesen REITs Mitte des Jahres 2002 ein „premium“ von durchschnittlich 8 % auf. Dabei wurden 76 % aller REITs mit Aufschlägen gehandelt. Die Kurse weisen jedoch eine relativ hohe Volatilität und offenbar eine Zyklichkeit auf; Anfang 2001 wurden REITs mit Abschlägen von durchschnittlich 7,5 % gehandelt. Vgl. Falzon, REIT Valuation, S. 22-24 und S. 29; Falzon/Halle/McLemore, Private Equity, S. 77. Zur Volatilität von REITs vgl. auch Pagliari/Scherer/Monopoli, Real Estate Equities, S. 154; Clayton/MacKinnon, Pricing Dynamics, S. 60; Giliberto, Volatility, S. 122; Tarquinio, Volatility, S. 3.8.

¹³⁹⁹ Vgl. Friedemann, Internationale Standards, S. 47.

¹⁴⁰⁰ Vgl. Chekijian, Capital Markets, S. 6.

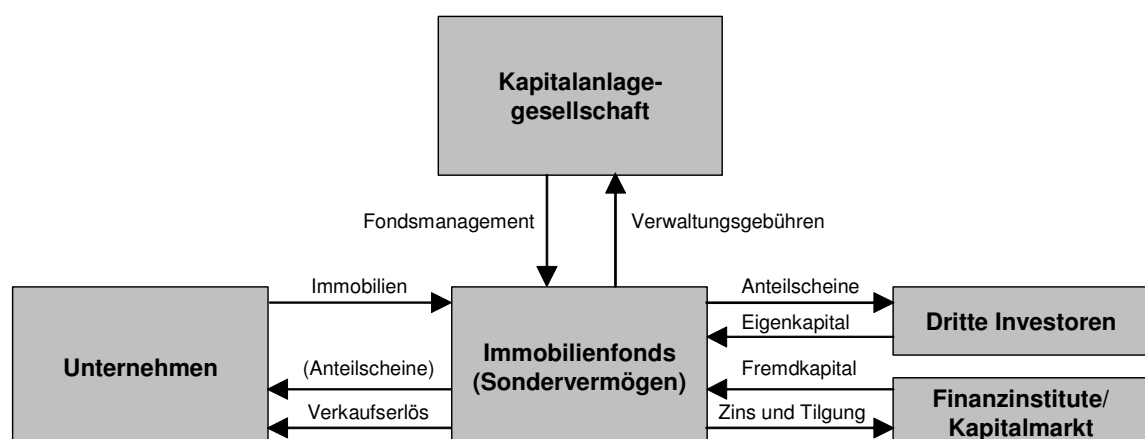
¹⁴⁰¹ Vgl. Kadzis, Workplace Performance, S. 687.

¹⁴⁰² Vgl. Goolsbee/Maydew, REIT Spin-offs, S. 441 und S. 455; Einhorn, REIT Spin-offs, S. 54 sowie Internal Revenue Service (IRS), Revenue Ruling (2001-29), ohne Seite; Internal Revenue Service (IRS), Internal Revenue Code, Sec. 355, ohne Seite.

schaft. Offene Immobilienfonds dürfen nur von einer Kapitalgesellschaft aufgelegt werden und unterliegen den Regelungen des Investmentgesetzes.¹⁴⁰³

Die Konstruktion und Funktionsweise offener Immobilien-Spezialfonds ist weitgehend identisch mit der offener Immobilien-Publikumsfonds. Die Anlage in einen Immobilien-Spezialfonds ist jedoch gemäß § 91 Abs. 1 InvG ausschließlich nicht-natürlichen Personen vorbehalten und auf 30 Anleger begrenzt. Zudem werden Spezialfonds häufig auf die Bedürfnisse eines bestimmten Anlegerkreises zugeschnitten.¹⁴⁰⁴

Da die überwiegende Nutzung durch einen Mieter ein Klumpenrisiko birgt, kommt eine Auslagerung in einen offenen Immobilienfonds oftmals nicht in Frage.¹⁴⁰⁵ Dieses Problem kann jedoch durch das Pooling betriebsnotwendiger Immobilien durch mehrere Unternehmen gelöst werden. Hierdurch ergäbe sich eine bessere Diversifizierung der Erträge.¹⁴⁰⁶ In der Praxis wird das Problem auch dadurch gelöst, dass bei der Veräußerung betriebsnotwendiger Immobilien an einen offenen Immobilienfonds zusätzliche Objekte von der Fondsgesellschaft erworben werden.¹⁴⁰⁷



Eigene Darstellung.

Abbildung 55: Transaktionsstruktur der Desinvestition durch Auflage eines offenen Immobilienfonds

Im Gegensatz zur Verbriefung und Platzierung des Immobilienvermögens an der Börse ist bei dieser Monetarisierungsstrategie mit der Erzielung eines relativ hohen Verkaufspreises zu rechnen. Darüber hinaus wird die Bilanz um das veräußerte Immobilienver-

¹⁴⁰³ Vgl. Friedemann, Immobilien-Transaktionen, S. 45.

¹⁴⁰⁴ Vgl. Bone-Winkel, Immobilienanlageprodukte, S. 673.

¹⁴⁰⁵ So wurde bspw. der Dresdner Bank die Auflage eines offenen Publikumsfonds untersagt, als sie auf diesem Wege eigengenutzte Immobilien monetarisieren wollte. Vgl. Friedemann, Fonds, S. 39.

¹⁴⁰⁶ Vgl. Friedemann, Immobilien-Transaktionen, S. 45; Friedemann, Fonds, S. 39; Fernández Reumann/Krieger/Friedrichs, Fallstudie Deutsche Telekom AG, S. 434.

¹⁴⁰⁷ Vgl. Friedemann, Fonds, S. 39.

mögen und die Gewinn- und Verlustrechnung um das transferierte Immobilienvermögen entlastet. Eine Dekonsolidierung erfolgt, wenn die verbleibende Beteiligung am Immobilienfonds unter 50 % liegt.¹⁴⁰⁸

Die Siemens AG hat den ersten bankenunabhängigen Spezialfonds gegründet und ein überwiegend aus Büroimmobilien bestehendes Portfolio an diesen veräußert. Etwa 43 % der Flächen wurden unternehmensintern angemietet, so dass eine ausreichende Diversifizierung für die Auflage eines Fonds vorlag. Die Anteile der Siemens AG wurden an die Siemens Pensionskasse weitergereicht.¹⁴⁰⁹

Neben der Form des deutschen offenen Immobilienfonds können Immobilien auch durch die Auflage ähnlicher Anlagevehikel aus anderen Ländern monetarisiert werden, die weniger strengen, flexibleren Anlagekriterien unterliegen. So hat beispielsweise die Sireo Real Estate Asset Management GmbH einen Immobilienfonds auf Grundlage einer Société d'Investissement à Capital Variable (SICAV) aufgelegt. Diese Investmentgesellschaft luxemburgischen Rechts unterliegt luxemburgischen aufsichtsrechtlichen Regelungen ähnlich dem deutschen Investmentgesetz und damit der luxemburgischen Finanzaufsichtsbehörde Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). Mit der Auflage eines solchen Spezialfonds sind zahlreiche Vorteile gegenüber deutschen Spezialfonds verbunden, ohne dass die Anrechenbarkeit der Anlage auf die Immobilienquote beeinträchtigt wird. Neben der höheren Anlageflexibilität – eine SICAV kann nicht nur direkt in Immobilien, sondern auch unmittelbar oder mittelbar in Immobilien-gesellschaften investieren – geht mit diesem Vehikel auch ein geringerer zeitlicher und administrativer Aufwand einher. Weiterhin sind die Investoren Aktionäre mit sämtlichen einhergehenden Rechten, deren Anzahl variieren kann.¹⁴¹⁰

5.5.3.3 Geschlossener Immobilienfonds

Geschlossene Immobilienfonds unterscheiden sich von offenen Immobilienfonds unter anderem durch die Begrenzung auf ein im Voraus festgelegtes Investitionsvolumen, eine begrenzte Zahl von Anlegern (Gesellschaftern) sowie eine festgelegte Laufzeit.¹⁴¹¹ Jeder Investor erbringt in Höhe des Anteils am Fonds-Eigenkapital eine Bareinlage. Die Mittel werden – gegebenenfalls mit zusätzlichen Fremdmitteln – zum Erwerb des bzw. der Anlageobjekte eingesetzt. Geschlossene Immobilienfonds können in der

¹⁴⁰⁸ Vgl. Schäfers/Gier/Wiffler, Monetarisierung, S. 543.

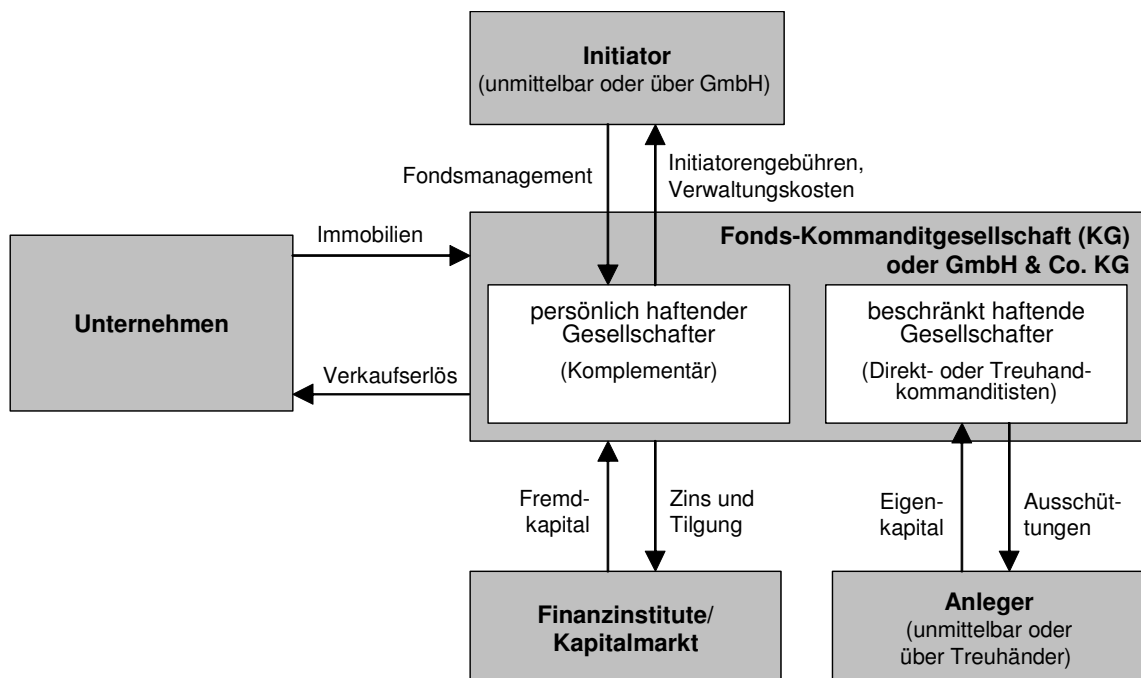
¹⁴⁰⁹ Vgl. Schäfers/Gier/Wiffler, Monetarisierung, S. 549.

¹⁴¹⁰ Vgl. Thaler, Immobilienfonds, S. B5.

¹⁴¹¹ Vgl. Bone-Winkel et al., Immobilieninvestition, S. 687 f.; Bone-Winkel, Immobilienanlageprodukte, S. 675.

Rechtsform der Kommanditgesellschaft bzw. der GmbH & Co. KG oder als Gesellschaft bürgerlichen Rechts konzipiert werden.¹⁴¹² Die Struktur eines geschlossenen Immobilienfonds in der Rechtsform der KG bzw. der GmbH & Co. KG wird in Abbildung 56 dargestellt.

Im Gegensatz zu offenen Immobilienfonds existiert für geschlossene Immobilienfonds keine gesonderte Rechtsgrundlage, so dass grundsätzlich keine Anlagebeschränkungen bestehen.¹⁴¹³ Generell kann ein geschlossener Fonds in ein oder mehrere Objekte investieren.¹⁴¹⁴ Ausschüttungsorientierte geschlossene Immobilienfonds zeichnen sich durch eine konstante Ausschüttung und eine starke Renditeorientierung aus,¹⁴¹⁵ so dass insbesondere Objekte, die langfristig genutzt werden sollen, sich für die Finanzierung durch geschlossene Immobilienfonds eignen.¹⁴¹⁶



Eigene Darstellung.

Abbildung 56: Transaktionsstruktur der Desinvestition durch Auflage eines geschlossenen Immobilienfonds in der Rechtsform der KG bzw. GmbH & Co. KG

¹⁴¹² Vgl. vertiefend Opitz, geschlossene Immobilienfonds, S. 95-99.

¹⁴¹³ Vgl. Opitz, geschlossene Immobilienfonds, S. 95; Bone-Winkel, Immobilienanlageprodukte, S. 676.

¹⁴¹⁴ Vgl. Opitz, geschlossene Immobilienfonds, S. 108.

¹⁴¹⁵ Vgl. Opitz, geschlossene Immobilienfonds, S. 94 f.

¹⁴¹⁶ Vgl. Bone-Winkel et al., Immobilieninvestition, S. 694; Opitz, geschlossene Immobilienfonds, S. 110; Sotelo, Zusammenhänge, S. 206 f. „Der Anleger erwartet derzeit jährliche Ausschüttungen von ca. 5 bis 7 %, bezogen auf das eingesetzte Eigenkapital. Folglich kommen für Initiatoren nur solche Immobilien in die nähere Auswahl, die zu einem Mietvervielfältiger (Ankaufsfaktor) von [!] 10- bis 15-fachen der Jahresmiete erworben werden können.“ Opitz, geschlossene Immobilienfonds, S. 95.

Mehrere betriebsnotwendige Immobilien der Deutsche Telekom AG wurden bereits in Form geschlossener Immobilienfonds monetarisiert.¹⁴¹⁷ Der Sireo Immobilienfonds No. 1 mit einem Transaktionsvolumen von 525 Mio. € beispielsweise umfasste elf strategisch bedeutende Objekte, die langfristig zurückgemietet wurden. Der Fonds wurde bei institutionellen Anlegern – Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen – platziert, denen die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht die notwendige Deckungsstockfähigkeit bestätigte.¹⁴¹⁸

Um die richtige Transaktionsform bzw. den adäquaten Investorenkreis für zu veräußernde Unternehmensimmobilien zu bestimmen, bedarf es einer Einordnung nach Investitionskriterien. Im Folgenden wird eine Systematisierung dargestellt, die die Basis dieser Einordnung und der Ableitung von Monetarisierungsstrategien bildet.

5.6 Anlagestrategien potenzieller Immobilieninvestoren

5.6.1 Nomenklatur für Investitionsstrategien

Unternehmensimmobilien weisen aufgrund ihrer Lage, ihres baulichen Zustands und ihrer Nutzung bestimmte Risiko/Rendite-Profile auf, so dass sie sich für bestimmte Anlagestrategien eignen. Die Untersuchung und Clusterung dieser Anlagestrategien von Immobilieninvestoren bildet die Basis der Ableitung von Desinvestitionsstrategien bzw. der Strukturierung von Angeboten.

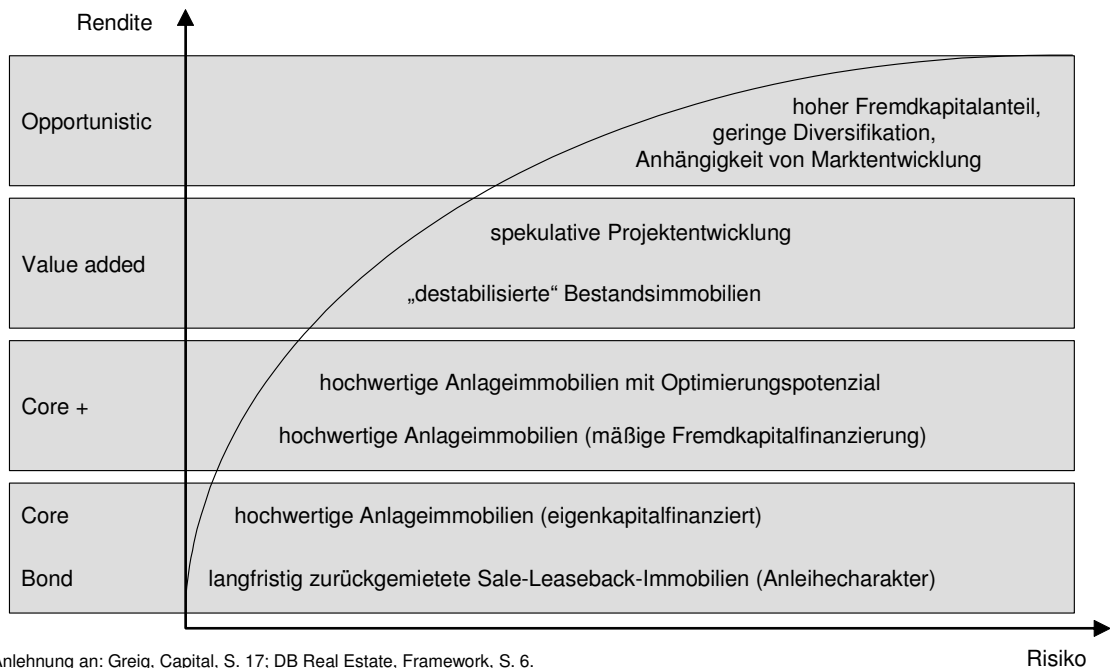
Anlagestrategien werden typischerweise nach ihrem Risiko/Rendite-Profil in die zwei grundsätzlichen Kategorien „core“ und „non-core“ eingeteilt. „Non-core“ wiederum wird unterschieden in „value added“ und „opportunistic“.¹⁴¹⁹ Abbildung 57 stellt die unterschiedlichen Anlagestrategien grafisch dar.

Das Risiko ist maßgeblich abhängig von der Relation zwischen gesicherten und unsicheren Cashflows sowie der Fungibilität der Immobilien.

¹⁴¹⁷ Vgl. Interview vom 18.1.2005 mit Herrn Volker Dittmeier, Sireo Real Estate Asset Management GmbH.

¹⁴¹⁸ Vgl. Fernández Reumann/Krieger/Friedrichs, Fallstudie Deutsche Telekom AG, S. 434; Sireo Real Estate Asset Management GmbH, Annual Report 2002, S. 34 f.

¹⁴¹⁹ Vgl. Falzon/Halle/McLemore, Private Equity, S. 71; Dolinoy, Investment Strategies, S. 1; Pressler, Core Real Estate, S. 17; DB Real Estate, Framework, S. 6; Greig, Capital, S. 17 und S. 22; o.V., Prudential Real Estate Investors, S. 1; Rolin, Real Estate, S. 8; Lachman/Harned, Leverage, S. 1; Leary, Investment Strategy, S. 1; Lachman, Core Real Estate, S. E-1. Die Verwendung dieser Terminologie weicht teilweise leicht ab. Vgl. bspw. Stoesser/Hess, Higher Return Strategies, S. 417; Schneiders, Wirtschaftliche Due Diligence, S. 5.



In Anlehnung an: Greig, Capital, S. 17; DB Real Estate, Framework, S. 6.

Risiko

Abbildung 57: Risiko/Rendite-Profile verschiedener Anlagestrategien

Der Ausdruck „core“ bezeichnet langfristige, risikoarme Immobilieninvestitionen mit einer stabilen laufenden Rendite (auch: „investment grade“).¹⁴²⁰ Es handelt sich folglich in aller Regel um vollständig (zur aktuellen Marktmiete) vermietete, zeitgemäße Immobilien der Hauptanlagesegmente Büro, Einzelhandel und Wohnen sowie vereinzelt Industrie mit bonitätsstarken Mietern in wertstabilen Lagen und liquiden Märkten.¹⁴²¹ Die Rendite resultiert zum überwiegenden Teil aus den laufenden Einkünften der Immobilien, während Wertsteigerungen eine untergeordnete Rolle spielen.¹⁴²² „Core“-Anlagestrategien werden meist ohne oder mit geringfügigem Fremdkapitaleinsatz umgesetzt, um die Volatilität der Einkünfte zu minimieren.¹⁴²³ Auf Portfolioebene sind „core“-Anlagestrategien gekennzeichnet durch eine sektorspezifische und geografische Diversifikation sowie eine ausreichende Mieterdiversifikation und eine Streuung der Mietvertragslaufzeiten.¹⁴²⁴ „Core plus“ bezeichnet Immobilieninvestitionen, die ein geringfügig

¹⁴²⁰ Vgl. Falzon/Halle/McLemore, Private Equity, S. 71; Lachman/Harned, Leverage, S. 3.

¹⁴²¹ Vgl. Dolinoy, Investment Strategies, S. 2-7; Lachman, Core Real Estate, S. E-1 f.; DB Real Estate, Framework, S. 7; Hudson-Wilson, "Core" Real Estate, S. 43; Rolin, Real Estate, S. 8. Aufgrund dieser Eigenschaften können „core“-Immobilieninvestitionen – im Gegensatz zu bspw. Nischenstrategien – ähnlich wie ein Index den Gesamtmarkt abbilden. Vgl. Hudson-Wilson, "Core" Real Estate, S. 43 und S. 45; Lachman/Harned, Leverage, S. 3.

¹⁴²² Vgl. Lachman, Core Real Estate, S. E-1; DB Real Estate, Framework, S. 7; Lachman/Harned, Leverage, S. 3; Rolin, Real Estate, S. 8; Dolinoy, Investment Strategies, S. 7; Linneman/Moy, Return Profiles, S. 14.

¹⁴²³ Vgl. Dolinoy, Investment Strategies, S. 7 f.; Lachman, Core Real Estate, S. E-1; DB Real Estate, Framework, S. 7.

¹⁴²⁴ Vgl. Pressler, Core Real Estate, S. 2; Lachman, Core Real Estate, S. E-2.

höheres Risiko aufweisen, so z.B., wenn eine qualitative hochwertige Immobilie nicht vollständig vermietet ist oder mehr Fremdkapital eingesetzt wird.¹⁴²⁵ „Bond“ hingegen sind als Leasinggeschäfte Finanzierungssurrogate und somit sehr passive, langfristige Anlagestrategien. Je nach Fristigkeit der Verträge und Bonität des Mieters kommt der Lagequalität und Drittverwendungsfähigkeit der Immobilie eine untergeordnete Bedeutung zu, da ein wesentlicher Teil der Rendite aus laufenden, gesicherten Cashflows resultiert.

Der Begriff „value added“ bezeichnet Anlagestrategien mit einem höheren Aktivitätsniveau und höheren Risiko. Gegenüber „core“- und „core plus“-Strategien resultiert ein größerer Teil der Gesamtrendite aus erzielbaren bzw. erzielten Wertsteigerungen durch aktives Management.¹⁴²⁶ Der Fokus liegt auf der aktiven Entwicklung und Vermarktung von „destabilisierten“ Objekten und der Repositionierung von Immobilien.¹⁴²⁷ Wertsteigerungspotenziale resultieren somit insbesondere aus Neuvermietungschancen bei Leerstand oder in Kürze auslaufenden Mietverhältnissen, einer Markterholung, der baulichen Verbesserung so genannter „neglected assets“, die einen Instandhaltungsstau und physische Defekte aufweisen, sowie Entwicklungspotenzialen.¹⁴²⁸ Der Übergang zu opportunistischen Anlagestrategien ist fließend und somit nicht überschneidungsfrei. Eine wesentliche Unterscheidungskriterium ist jedoch das Risiko: opportunistische Investitionen weisen – insbesondere aufgrund der hohen Fremdkapitalfinanzierung – eine größere Streuung der Ergebnisse auf als „value-added“-Strategien.¹⁴²⁹

Opportunistische Immobilieninvestitionen werden mit der Zielsetzung verfolgt, Marktin-effizienzen, Immobilienzyklen, Notlagen und resultierenden Veräußerungszwang sowie andere Umstände wie einen Eigenkapitalengpass am Immobilien- bzw. Finanzmarkt auszunutzen, um Immobilien günstig zu erwerben und anschließend – evtl. nach Umsetzung von Wertsteigerungsmaßnahmen – zu veräußern und so innerhalb einer kur-

¹⁴²⁵ Vgl. Linneman/Moy, Return Profiles, S. 14.

¹⁴²⁶ Vgl. Mansour, "Value-Added" Real Estate Investments, S. 2; DB Real Estate, Framework, S. 7; Stoesser/Hess, Higher Return Strategies, S. 420. MANSOUR spricht von mindestens 50 % des Total Return. Vgl. Mansour, "Value-Added" Real Estate Investments, S. 2.

¹⁴²⁷ Vgl. Falzon/Halle/McLemore, Private Equity, S. 71 f.; Leary, Investment Strategy, S. 1 f.; DB Real Estate, Framework, S. 7; Knof, Portfolio-Transaktionen, S. 31; Mansour, "Value-Added" Real Estate Investments, S. 2. Beteiligungsmodelle mit einer „value-added“-Investitionsstrategie sind in Deutschland bereits umgesetzt worden, so z.B. mit der Deutsche Commercial Property AG und – mit Projektentwicklungspotenzial – dem Fonds „DSF berlinbiotechpark“. Vgl. Zitelmann, Risiko, S. 8-10.

¹⁴²⁸ Vgl. Mansour, "Value-Added" Real Estate Investments, S. 3; Sturiale, Value-Added, S. 2; Stoesser/Hess, Higher Return Strategies, S. 419-421.

¹⁴²⁹ Vgl. Mansour, "Value-Added" Real Estate Investments, S. 4; Humphrey, Opportunistic Funds, S. 2.

zen Anlageperiode eine hohe Rendite zu realisieren.¹⁴³⁰ Opportunistische Investitionsstrategien weisen das größte Risiko, jedoch auch das größte Renditepotenzial auf.¹⁴³¹ Dieses resultiert einerseits aus einem in der Regel sehr hohen Fremdkapitaleinsatz.¹⁴³² Andererseits werden höhere Renditechancen zulasten einer Diversifikation der Anlageobjekte erkauf¹⁴³³ und durch risikoreiche Projektentwicklungen – vorwiegend im Bestand, vereinzelt auch im Neubau – umgesetzt.¹⁴³⁴ „Private investors['] ...] higher return expectations often limit their competitiveness to less efficient corporate real estate transactions, ie in smaller or limited-purpose buildings, smaller markets, or for tenants with unrated credits.“¹⁴³⁵

Die Risiko/Rendite-Relation lässt sich auch ausschließlich auf Basis einer Variation des Fremdkapitaleinsatzes im Rahmen der Anlagestrategie beeinflussen, wobei mit steigendem Fremdkapitalanteil ceteris paribus auch das mit der Investition verbundene Risiko steigt. Infolgedessen bezeichnen LINNEMAN/ROSS diese Anlagestrategie als „real estate LBO“ (leveraged buy-out), die keinen opportunistischen Charakter im eigentlichen Sinne aufweist.¹⁴³⁶

Tabelle 22 und Tabelle 23 stellen die Zielrenditen und Charakteristika der Anlagestrategien bei ausschließlicher Eigenfinanzierung und bei für die jeweilige Anlagestrategie typischer Fremdfinanzierung dar. Die dargestellten Renditen beziehen sich auf den US-amerikanischen Markt und sind für Deutschland anzupassen;¹⁴³⁷ dennoch geben die Aufstellungen Aufschluss über den unterschiedlichen Charakter der verschiedenen Anlagestrategien.

¹⁴³⁰ Vgl. Falzon/Halle/McLemore, Private Equity, S. 75; Linneman/Ross, Private Equity Funds, S. 11 f.; o.V., Beute, S. 157; Houston, Landlord and Capital Markets Code, S. 50 f.

¹⁴³¹ Vgl. Falzon/Halle/McLemore, Private Equity, S. 72.

¹⁴³² Vgl. DB Real Estate, Framework, S. 7; Linneman/Ross, Private Equity Funds, S. 8; Riddiough, Investment Portfolio, S. 10; Houston, Landlord and Capital Markets Code, S. 51.

¹⁴³³ Vgl. Riddiough, Investment Portfolio, S. 10; Falzon/Halle/McLemore, Private Equity, S. 75. „Portfolio modelling does not feature their radar. Every deal is crucial [...]“. Houston, Landlord and Capital Markets Code, S. 51. „The dramatic differences in office market conditions and cycles also illustrate the importance of having a management team with a clearly defined strategy, or preferably, a niche focus.“ Falzon/Halle/McLemore, Private Equity, S. 75. „Illiquidity is also a fact of life with focused and opportunity fund investment, given the emphasis on idiosyncratic assets in thin markets.“ Riddiough, Investment Portfolio, S. 10.

¹⁴³⁴ Vgl. Falzon/Halle/McLemore, Private Equity, S. 72-74; Linneman/Ross, Private Equity Funds, S. 11 f.

¹⁴³⁵ Pederson, Corporate Real Estate (1, 1), S. 80.

¹⁴³⁶ Vgl. Linneman/Ross, Private Equity Funds, S. 11. Vgl. auch Linneman, Real Estate Private Equity, S. 432.

¹⁴³⁷ Der Total Return der Bestandsimmobilien des Deutschen Immobilien Index (DIX) schwankte im Zeitraum von 1996 bis 2003 zwischen 2,5 % und 5,9 %. Annualisiert lag der Total Return über acht Jahre bei 4,4 % (im Gegensatz zu den in Tabelle 22 dargestellten 8,5-10 % für „core“ Anlageimmobilien). Vgl. Deutsche Immobilien Datenbank, DIX Ergebnisse, ohne Seite.

	Kapitalrendite (Total Return)	Verteilung laufende Einkünfte + Wertsteigerung
Bond Core	4,5-6 % 8,5-10 %	95 % + 5 % 90 % + 10 %
Non-Core Value-Added Opportunistic	10,5 %-12,5 % 13 % und mehr	60 % + 40 % 30 % + 70 %

In Anlehnung an: Dolinoy/Titus/Betancourt/Kozel, Investment Strategies, S. 1.

**Tabelle 22: Renditen und Charakteristika verschiedener Anlagestrategien
(ohne Fremdkapitaleinsatz)**

	Eigenkapitalrendite (Total Return)	Verteilung laufende Einkünfte + Wertsteigerung	Standard- abweichung
Core Core Plus	10 %-12 % + <40 % FK 12 %-14,5 % + 60 % FK	80 % + 20 % 70 % + 30 %	6-10 % 10-15 %
Non-Core Value-Added Opportunistic	14 %-18 % + 60 % FK 20 %-30 % + 75 % FK	40 % + 60 % 15 % + 85 %	20-30 % 30-60 % und mehr

In Anlehnung an: Dolinoy/Titus/Betancourt/Kozel, Investment Strategies, S. 1; DB Real Estate, Framework, S. 7;
Lachman/Harned, Strategic Leverage, S. 6.

**Tabelle 23: Renditen und Charakteristika verschiedener Anlagestrategien
(mit Fremdkapitaleinsatz)**

5.6.2 Systematisierung potenzieller Anleger

Ein wesentlicher Erfolgsfaktor für die Desinvestition von Unternehmensimmobilien ist die Berücksichtigung der Investitionskriterien potenzieller Erwerber. In Abhängigkeit von Strukturkriterien wie Immobilientyp und Verwertungsstrategie – Paket- oder Einzelveräußerung – sind verschiedene Teilmärkte von Relevanz. Vor diesem Hintergrund sollen im Folgenden die Investorengruppen bezüglich ihrer Anlagepräferenzen systematisiert werden.

Potenzielle Immobilieninvestoren lassen sich bezüglich ihrer Anlagestrategie grundsätzlich vier Kategorien zuordnen.¹⁴³⁸ Neben Kapitalsammelstellen wie z.B. Pensionskassen, Versicherungen und offenen Immobilienfonds, die in der Regel eine langfristige und eher konservative Anlagestrategie („buy-and-hold“-Strategie) verfolgen, finden sich auf der anderen Seite des Investorenspektrums Finanzinvestoren, die mit Investitionszeiträumen von im Regelfall zwischen drei und sieben Jahren sehr kurzfristige An-

¹⁴³⁸ KNOF spricht in diesem Zusammenhang von einem „three tier market“. Vgl. Knof, Portfolio-Transaktionen, S. 30.

lagezeiträume für Immobilieninvestitionen anstreben („buy-and-sell“-Strategie). Demgegenüber nehmen strategische Investoren in gewisser Weise eine Mittelstellung ein und sind primär an einer mittelfristigen Anlageperiode und möglichen Synergien zum vorhandenen Bestand interessiert, während langfristige, passive Investoren wie Immobilien-Leasinggesellschaften an einer sehr langen Vertragsbindung interessiert sind.

Opportunistische Finanzinvestoren	Strategische Investoren	Institutionelle Investoren	Langfristige, passive Finanzinvestoren
Anlagestrategie: <ul style="list-style-type: none"> „opportunistic“ kurzfristig (3-7 Jahre) Anlagekriterien: <ul style="list-style-type: none"> Wertsteigerungspotenzial Investitionsbedarf/Exitmöglichkeit Volumen (Einzelobjekte, Gesamtbestand) 	Anlagestrategie: <ul style="list-style-type: none"> „value-added“/„core plus“ mittelfristig (7-10 Jahre) Anlagekriterien: <ul style="list-style-type: none"> geographische Präsenz Synergien zum eigenen Bestand 	Anlagestrategie: <ul style="list-style-type: none"> „core“/„core plus“ langfristig (>10 Jahre) Anlagekriterien: <ul style="list-style-type: none"> Objektqualität/Mieterbonität (Investment Grade) geographische und segmentspezifische Diversifikation 	Anlagestrategie: <ul style="list-style-type: none"> „bond“ sehr langfristig (>15 Jahre) Anlagekriterien: <ul style="list-style-type: none"> „asset-based“: Objektqualität „credit-based“: Mieterbonität
z. B. Opportunity Funds	z. B. börsennotierte Immobilienaktiengesellschaften, REITs	z. B. Versicherungen, Pensionskassen, offene Immobilienfonds	z. B. Leasinggesellschaften, geschlossene Immobilienfonds

Eigene Darstellung.

Abbildung 58: Investitionskriterien von Immobilieninvestoren

Abbildung 58 stellt die Investitionsstrategien und -kriterien wesentlicher Immobilieninvestoren zusammenfassend gegenüber. Diese Systematisierung beruht auf Strukturkriterien des Investitionsgegenstands wie Cashflow-Stabilität, Lagequalität, Investitionsvolumen einzelner Objekte und – im Falle von Portfoliotransaktionen – Gesamtvolumen, Investitionsbedarf etc. Aus diesen leiten sich die wesentlichen Parameter einer Immobilieninvestition ab: das Risiko und das Renditepotenzial. Neben diesen professionellen Immobilieninvestoren kommen auch Eigennutzer und lokal operierende Projektentwickler und Immobilieninvestoren als Käufer in Betracht.

Langfristige, passive Finanzinvestoren wie Immobilien-Leasinggesellschaften und geschlossene Immobilienfonds unterliegen keinen Anlagebeschränkungen. Insbesondere Leasinggesellschaften sind auf langfristige Sale-Leaseback-Transaktionen im Sinne von Finanztransaktionen spezialisiert und verfolgen eine passive, Cashflow-orientierte Anlagestrategie. Sie bedürfen keiner Zulassung.¹⁴³⁹ Häufig handelt es sich bei Leasinggesellschaften um Tochterunternehmen von Banken. Neben einheimischen Unternehmen gewinnen US-amerikanische Leasinggesellschaften wie beispielsweise W.P.

¹⁴³⁹ Vgl. Feinen, Leasinggeschäft, S. 4.

Carey auf dem deutschen Markt zunehmend an Bedeutung.¹⁴⁴⁰ Die Finanzierung der Sale-Leaseback-Transaktionen erfolgt bei diesem Unternehmen beispielsweise über nicht börsennotierte REIT-Fonds.¹⁴⁴¹

Institutionelle Investoren investieren hauptsächlich in Immobilien mit einer stabilen, laufenden Rendite. Sowohl offene Immobilienfonds als auch Versicherungsunternehmen und Pensionskassen unterliegen den gesetzlichen Anlagebeschränkungen des Investmentgesetzes (InvG) bzw. des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG), die eine ausreichende Risikostreuung und – insbesondere in Bezug auf das VAG – Liquidität vorsehen.¹⁴⁴² Die Zielrendite des eingesetzten Eigenkapitals liegt bei institutionellen Investoren bei 6-8 %, bei Fremdfinanzierung bei 10-12 %.¹⁴⁴³

Strategische Investoren investieren mit einem mittelfristigen Anlagefokus und zielen auf Immobilieninvestitionen ab, die aktives Management voraussetzen und entsprechende Wertsteigerungspotenziale aufweisen. Insbesondere Immobiliengesellschaften wie börsennotierte Immobilienaktiengesellschaften investieren in Immobilien mit Synergien zum eigenen Bestand und Optimierungspotenzial, das durch aktives Management gehoben werden kann. Obwohl strategische Investoren selten Zielrenditen beziffern, liegt die Renditeerwartung meist zwischen den Renditeanforderungen von Finanz- und institutionellen Investoren. Zu der Anlagekategorie der strategischen Investoren zählen auch einzelne private Anleger, die in mittlere bis kleine Objekte investieren – unter anderem auch in Lagen abseits der Ballungsgebiete.¹⁴⁴⁴ Letztere sind eine wesentliche Zielgruppe für Einzelveräußerungen und in der Regel lokal tätig. Immobilien bzw. Grundstücke, die einen bedeutenden Entwicklungsbedarf aufweisen, sind zudem für Projektentwicklungsgesellschaften von Interesse.

Die Investitionsstrategien opportunistischer Finanzinvestoren sind sehr divers. Um überdurchschnittliche Renditen zu erzielen, werden auch Nischenstrategien außerhalb der für Immobilienanlagen üblichen Sektoren verfolgt, so z.B. die Akquisition von Sonderimmobilien wie Golfplätzen und Seniorenresidenzen, der Erwerb von Non-Performing Loans oder das „taking private“ börsennotierter Immobiliengesellschaft-

¹⁴⁴⁰ Vgl. Leykam, US-Marktführer, S. 1; Leykam, Sale-and-Leaseback, S. 4; Leykam, W.P. Carey, S. 3.

¹⁴⁴¹ Vgl. Leykam, W.P. Carey, S. 3.

¹⁴⁴² Vgl. Schulte/Gier/Naubereit, Rechtsordnung, S. 45 f.

¹⁴⁴³ Vgl. Knof, Portfolio-Transaktionen, S. 30.

¹⁴⁴⁴ Vgl. Knof, Portfolio-Transaktionen, S. 30.

ten.¹⁴⁴⁵ Die Renditeerwartungen opportunistischer Immobilieninvestoren liegen bei mindestens 15 %, meist jedoch über 20 %.¹⁴⁴⁶ Dies ist regelmäßig nur bei einer sehr hohen Fremdkapitalquote umsetzbar, so dass ein Fonds in der Regel lediglich 20-30 % einer Transaktion mit Eigenkapital finanziert.¹⁴⁴⁷ Zudem ist die angestrebte Eigenkapitalrendite nur durch eine Minimierung des Anlagezeitraums erreichbar.¹⁴⁴⁸ Infolgedessen sehen opportunistische Investitionsstrategien eine schnelle Vermarktung der Immobilien innerhalb eines Zeitraums von drei bis sechs Jahren vor.¹⁴⁴⁹ Opportunity Funds unterliegen keinen gesetzlichen Anlagebeschränkungen¹⁴⁵⁰ und verfolgen als Finanzinvestoren in der Regel keine bestimmte Anlagestrategie bezüglich Immobilientypen, Regionen, Diversifikation etc. Vielmehr werden Investitionen getätigt, wenn sich die Gelegenheit ergibt, innerhalb kurzer Zeit eine hohe Rendite zu erwirtschaften.¹⁴⁵¹ „These funds will pursue commercial real estate investment wherever they may be in the market.“¹⁴⁵² Mangelnde lokale Marktkennntnis wird in der Regel durch Partnerschaften mit lokal versierten Immobilienunternehmen kompensiert.¹⁴⁵³ Infolgedessen investieren Finanzinvestoren sowohl in Immobilien, die weiterhin genutzt werden sollen, als auch in leer stehende Objekte, die ein aktives Management oder Redevlopment erfordern.

Grundsätzlich gibt es zwei Wertschöpfungsstrategien, die Opportunity Funds verfolgen: Einerseits werden im Rahmen so genannter „wholesale/retail“- und „re-packaging“-Strategien große Bestände mit einem Abschlag gekauft und zerschlagen und einzeln wieder verkauft oder zu Portfolios mit einem besseren Risiko/Rendite-Profil zusammengesetzt und veräußert.¹⁴⁵⁴ Bei dieser Strategie wird die Rendite auf Basis einer günstigen Objektakquisition und einer gewinnbringenden Wiederveräußerung gene-

¹⁴⁴⁵ Vgl. Kleeman, Opportunistic Investment, S. 1; Humphrey, Opportunistic Funds, S. 2 f.; Linneman/Moy, Return Profiles, S. 13; Falzon/Halle/McLemore, Private Equity, S. 76 f.; Linneman, Real Estate Private Equity, S. 434.

¹⁴⁴⁶ Vgl. Reiss, Real Estate Private Equity Funds, S. 1; Reiss/Levinson/Presant, Opportunistic Investing, S. 41; Linneman/Ross, Private Equity Funds, S. 7; Leykam, Opportunistische Investments, S. 4.

¹⁴⁴⁷ Vgl. Linneman/Ross, Private Equity Funds, S. 8; Humphrey, Opportunistic Funds, S. 2.

¹⁴⁴⁸ Vgl. Bickart, Finanzierung, S. 11.

¹⁴⁴⁹ Vgl. Felix et al., Kapitalmarktorientierte Immobilienfinanzierung, S. 43; Linneman/Ross, Private Equity Funds, S. 8; Linneman, Real Estate Private Equity, S. 434. Der eigentliche Fonds ist für eine Laufzeit von sieben bis acht Jahren konzipiert. Vgl. Linneman, Real Estate Private Equity, S. 434.

¹⁴⁵⁰ Vgl. Knof, Portfolio-Transaktionen, S. 31.

¹⁴⁵¹ „The opportunistic investor must move from asset class to asset class as market conditions and capital flows change.“ Kleeman, Opportunistic Investment, S. 1.

¹⁴⁵² Riddiough, Investment Portfolio, S. 10.

¹⁴⁵³ Vgl. Riddiough, Investment Portfolio, S. 10.

¹⁴⁵⁴ Vgl. Linneman/Ross, Private Equity Funds, S. 11; Schäfers/Gier/Wiffler, Monetarisierung, S. 547; Rottke, Private Equity, S. 143; Aengevelt, Paketverkäufe, S. 2.

riert. Andererseits besteht die Möglichkeit des aktiven Managements und des Redevelopment im Rahmen so genannter „buy-and-work“-Strategien.

Um abzuleiten, welche Investoren für die zu veräußernden Immobilien in Frage kommen, bedarf es einer Einordnung der Objekte nach den dargestellten Investitionskriterien bzw. -strategien. Dies ist – wie auch die Analyse weiterer relevanter Rahmenbedingungen – Gegenstand des folgenden Abschnitts.

5.7 Strukturierung von Angeboten

Die Strukturierung von Angeboten ist ein mehrstufiger Prozess. Zunächst ist im Rahmen einer Markt- und Wettbewerbsanalyse festzustellen, welche Immobilien mit welcher Priorität veräußert werden sollen. Zu diesem Zweck ist die Kapitalmarktsituation – insbesondere auch in Bezug auf die Absatzpotenziale für Immobilienanlageprodukte – zu analysieren, um zu ermitteln, welche Investorengruppen über Kapital verfügen und Anlagemöglichkeiten suchen. In einem nächsten Schritt sind die zu veräußernden Immobilien nach den Investitionskriterien potenzieller Investoren zu strukturieren. Auf Basis der Clusterung nach Investorenprofilen und der Analyse der Immobilienmarktentwicklung können Einzelobjekte und Immobilienpakete ausgewählt und direkt oder in verbriefter Form am Markt platziert werden.

5.7.1 Markt- und Wettbewerbsanalysen

5.7.1.1 Kapitalmarktanalyse

Um Monetarisierungstransaktionen erfolgreich durchführen zu können, ist es notwendig, die Entwicklungen und Anforderungen auf dem Immobilien-Investorenmarkt zu verfolgen und entsprechende Angebote zu strukturieren. Besonderes Augenmerk gilt hierbei der Untersuchung des Kapitalflusses in Immobilien und aus Immobilien heraus sowie von Anlagemöglichkeiten suchenden Investoren.¹⁴⁵⁵ Seit einigen Jahren beispielsweise suchen Opportunity Funds aufgrund der konjunkturellen Situation nach Kapitalanlagemöglichkeiten in Europa. Im Falle einer wirtschaftlichen Erholung oder Opportunitäten in anderen Regionen ist mit einem Nachfragerückgang in Europa zu rechnen. Auch die Mittelzu- und -abflüsse der offenen Immobilienfonds sowie die Nachfrage

¹⁴⁵⁵ Vgl. Parker, Timing, S. 1; Hanson, Shareholder Value's Black Hole, S. 36. „As long as investors continue to believe that diversified portfolios of real estate in the hands of REIT managers reduces [!] risk and creates a sound investment, cash will continue to flow into the real estate sector. This cash will continue to require a return significantly lower than that required by shareholders in the core business of the company. Corporations must take advantage of the spread created by this new asset class.“ Hanson, Shareholder Value's Black Hole, S. 36.

nach Beteiligungen an geschlossenen Immobilienfonds sind für die Desinvestition von Unternehmensimmobilien von Relevanz. Darüber hinaus kann die Entwicklung neuer Anlageprodukte die zukünftigen Möglichkeiten der Desinvestition erweitern; dies gilt insbesondere für die anstehende Einführung von REITs.

In die Kapitalmarktanalyse sind jedoch auch andere Asset-Klassen wie beispielsweise Aktien einzubeziehen, da sie die relative Vorteilhaftigkeit von Immobilieninvestitionen und somit die Nachfrage nach Immobilienanlagen beeinflussen. Zu bestimmten Zeitpunkten des Wirtschaftszyklus steigt die Nachfrage nach Immobilien trotz eines sinkenden Mietniveaus und wachsenden Leerstands; dies gilt insbesondere für vermietete Immobilien. Diese Nachfrageentwicklung ist auf die im Vergleich zu anderen Asset-Klassen relativ stabilen Einkünfte von Immobilien zurückzuführen. Ein solches Kapitalmarktumfeld ist für den Abschluss von Sale-Leaseback-Transaktionen – ob bei lang-, mittel- oder kurzfristiger Rückanmietung – optimal, da hohe Veräußerungserlöse bei der Vereinbarung relativ niedriger Mieten möglich sind.¹⁴⁵⁶ ROULAC formuliert treffend: „In a market in which there is more demand for investing in real estate than using real estate – as reflected in the dichotomy of declining space rents accompanied by escalating property prices – investment in a property with a tenant in place can be comparatively appealing.“¹⁴⁵⁷

5.7.1.2 Immobilienmarktanalyse

Den Bedingungen auf dem relevanten Immobilienmarkt kommt für Transaktionen zur Immobilienmonetarisierung mit Blick auf die Marktliquidität und Wettbewerbsbedingungen wesentliche Bedeutung zu, insbesondere zur Ableitung von Abverkaufsprioritäten. Marktanalysen „[...] bezwecken eine Einschätzung der Angebots- und Nachfragesituation [...], während Wettbewerbsanalysen[...] auf dem direkten Vergleich konkurrierender Immobilien aus Sicht potenzieller Nutzer oder Investoren beruhen.“¹⁴⁵⁸ Die Immobilienmarktanalyse schließt auch die Struktur und das typenspezifische und das regionale Absorptionsvolumen ein.¹⁴⁵⁹

Auf Basis der erhobenen Marktbedingungen wird die Cashflow- und Risikostruktur der zu veräußernden Immobilien ermittelt. Auf dieser Grundlage wiederum erfolgt die Ein-

¹⁴⁵⁶ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG; Parker, Timing, S. 4.

¹⁴⁵⁷ Roulac, Corporate-Owned Real Estate, S. 177.

¹⁴⁵⁸ Isenhöfer/Väth/Hofmann, Immobilienanalyse, S. 395. Zu einer detaillierten Darstellung der Marktanalyse vgl. ebenfalls Isenhöfer/Väth/Hofmann, Immobilienanalyse, S. 433-447.

¹⁴⁵⁹ Vgl. Fernández Reumann/Krieger/Friedrichs, Fallstudie Deutsche Telekom AG, S. 432 f.

ordnung in die bereits identifizierten Investorencluster und die Bildung von Angebotspaketen.

Die Möglichkeiten der Verfolgung und Antizipation von Nachfrageveränderungen haben sich bezüglich der Datenqualität, -tiefe und -verlässlichkeit innerhalb der letzten Dekade mit der Professionalisierung der Immobilienwirtschaft erheblich verbessert. Die lange Vorlaufzeit der Errichtung neuer Flächen macht eine Vorhersage des Angebots relativ einfach. Auch die kurz- bis mittelfristige Entwicklung der Flächennachfrage lässt sich – auch auf regionaler Ebene – anhand der Entwicklung des Arbeitsmarktes und verschiedener Wirtschaftsindikatoren antizipieren.¹⁴⁶⁰

5.7.2 Timing und Priorisierung der Desinvestition

Wesentlich für das Timing und die Bestimmung von Abverkaufsprioritäten sind die Entwicklung von Flächenangebot und -nachfrage auf den relevanten Immobilienmärkten, die Mietvertragsstruktur der Objekte und die Kapitalmarktsituation, d.h. die direkte und indirekte Nachfrage nach Anlageobjekten. Die Evaluierung dieser Faktoren und die Antizipation der möglichen Auswirkungen von Trends auf diese Faktoren sind mitbestimmend für die Auswahl der optimalen Exit-Strategie. Je nach zu veräußerndem Objekt haben die Faktoren unterschiedliche Relevanz und sind unterschiedlich zu gewichten.¹⁴⁶¹

In Abhängigkeit von der Investitionsstrategie potenzieller Investoren und in Abhängigkeit von der Objektqualität spielen mittel- bis langfristig sichere Einzahlungsströme eine erhebliche Rolle für den Veräußerungserlös einer Immobilie. Immobilien mit mittel- bis langfristigen Mietverträgen des bisherigen Eigentümers lassen sich in aller Regel zu höheren Preisen veräußern als „normal vermietete“ nicht betriebsnotwendige Immobilien.¹⁴⁶² „[...] the combination of a long lease and a Grade A covenant is enough to get

¹⁴⁶⁰ Vgl. Parker, Timing, S. 2 f.

¹⁴⁶¹ Vgl. Parker, Timing, S. 1.

¹⁴⁶² „Corporate real estate buildings tend to be larger and more valuable to the investor than the median property asset held in private ownership, and come with better-rated tenant credit as a rule. It is thus inevitable that capital market players will make significant inroads in corporate real estate assets, either through debt structures or by outright equity purchase with or without corporate leasebacks.“ Pederson, Corporate Real Estate (1, 1), S. 78. Vgl. auch Woollam, Flexibility, S. 78. „Companies with freehold property may have a good opportunity to release capital on very advantageous terms by entering sale and leaseback transactions, where the value of a property let to a well-heeled occupier on a long (15-25 years) lease will be worth substantially more than that of the same property with vacant possession.“ Woollam, Flexibility, S. 78. „[...] as a rule, the longer the lease and the greater the certainty of the income stream, the higher will be the sum offered by the investor.“ Trundle, Hidden Value, S. 67.

most property investors interested.“¹⁴⁶³ Doch auch der Immobilienzyklus spielt für die Bewertung der Mietvertragssituation eine wesentliche Rolle: In einem rückläufigen Markt ist die mittel- bis langfristige Vermietung zur aktuellen Marktmiete relativ attraktiv, während bei steigender Nachfrage und steigenden Mieten die kurz- bis mittelfristige Neuvermietung höhere Ertragschancen birgt.¹⁴⁶⁴

5.7.3 Strukturierung des Bestands nach Investorenkriterien

Auf Basis der Strukturierung des zu veräußernden Bestands nach den identifizierten Investorenpräferenzen können mögliche Veräußerungsstrategien und Transaktionsformen abgeleitet werden.

Zu diesem Zweck sind Business-Pläne auf Ebene der einzelnen Objekte zu erfassen bzw. zu entwickeln und gegebenenfalls durch Machbarkeitsstudien zu untermauern. Die Entwicklung der Business-Pläne erfolgt auf Basis der geplanten Nutzung durch das Unternehmen und – sofern diese aufgegeben wird oder aufgrund eingeräumter Optionen aufgegeben werden kann – auf Basis von Markt- und Wettbewerbsanalysen in den entsprechenden Märkten (Nachfrage, Absorptionsvolumen, Liquidität etc.). Daraus ergibt sich die Cashflow- und Risikostruktur auf Einzelobjektebene. Hierbei ist das segmentspezifische Absorptionsvolumen auch für eine mögliche Umnutzung vorhandener Immobilien relevant, um zu überprüfen, ob das alternative Marktsegment eine höhere Nachfrage aufweist. Im Zuge der Definition der Business-Pläne können in qualitativer Hinsicht Standort-, Markt-, Gebäude- und Mietanalysen instrumentalisiert werden. Im Rahmen der aufbauenden quantitativen Analyse werden die objektspezifischen Rendite-, Risiko- und Fungibilitätsaspekte untersucht, auf deren Basis die voraussichtlich erzielbare Rendite (bzw. der vertretbare Kaufpreis) ermittelt werden kann.¹⁴⁶⁵

Daneben sind weitere Investitionskriterien wie das Mindestanlagevolumen potenzieller Investoren auf Objekt- und Portfolioebene, Nutzungsart sowie die geografische Verteilung der Immobilien zu berücksichtigen.¹⁴⁶⁶

5.7.4 Paketbildung

Eine Vorstrukturierung ist seitens der Investoren ausdrücklich gewünscht, damit eine gezielte Investorenansprache erfolgen und der Investor die personellen und finanziel-

¹⁴⁶³ Woollam, Flexibility, S. 79.

¹⁴⁶⁴ Vgl. Parker, Timing, S. 2 f.

¹⁴⁶⁵ Für eine Darstellung der Gebäude- und Standortanalyse wird auf Isenhöfer/Väth/Hofmann, Immobilienanalyse, S. 395 und S. 416-433 verwiesen.

¹⁴⁶⁶ Vgl. Dahlmeyer, Investitionsstrategien, S. 7.

len Ressourcen auf Angebote konzentrieren kann, die seiner Anlagestrategie entsprechen.¹⁴⁶⁷ „Ein sinnvoller Paketmix ist schwierig und stark erklärungsbedürftig, aber durchaus erreichbar – und nicht zuletzt erfolgsentscheidend.“¹⁴⁶⁸

Die Zusammenstellung relativ homogener Immobilien zum Zwecke der Erreichung eines Mindestvolumens im Vorfeld der Verbriefung in einen offenen oder geschlossenen Immobilienfonds ist ein relativ mechanischer Vorgang, der keine hohen Anforderungen an die Zusammensetzung stellt. Sollen jedoch mit der Paketbildung auch Zielsetzungen wie eine Trennung von schwer vermarktbaren Immobilien oder eine Flexibilisierung unter Nebenbedingungen wie Erzielung eines Mindestveräußerungserlöses sowie Finanzierbarkeit und Erreichung der Renditeforderung eines opportunistischen Immobilieninvestors erfüllt werden, bedarf es einer anderen Hervorgehensweise, die den Business-Plan auf Ebene des Einzelobjekts (Mietvertragsstruktur, Risiko der Anschlussverwertung, Modernisierungsaufwendungen etc.) und auf Ebene des Investors berücksichtigt.

Die richtige Kombination der Business-Pläne einzelner Objekte (Laufzeit der Mietverträge, Optionen, Anschlussvermietungsrisiko, Wertsteigerungspotenzial, Investitionsbedarf etc.) erlaubt die Zusammenstellung von Portfolios, die die Investitionsstrategie des jeweiligen Investors abbilden. Eine solche Mischung von Objekten gewährleistet sowohl die Finanzierbarkeit des Portfolios als auch die Realisierbarkeit der geforderten Eigenkapitalrendite über den Investitionszeitraum des Investors bei gegebenem Veräußerungserlös. Aus den aggregierten Business-Plänen einzelner Objekte können somit Business-Pläne potenzieller Investoren abgeleitet bzw. die Eignung für deren Investitionsstrategien überprüft werden.

Eine Transaktion kommt nur dann zustande, wenn sich der Verkaufspreis zwischen dem aus Sicht des veräußernden Unternehmens wirtschaftlich noch sinnvollen, minimalen Veräußerungserlös und dem aus Investorensicht maximal akzeptablem Kaufpreis bewegt. Daneben spielen für das veräußernde Unternehmen unter Umständen bilanzielle Aspekte – insbesondere die Vermeidung eines Ausweises von Buchverlusten – eine wesentliche Rolle. Die Veräußerung von Gesamtpaketen reduziert die Problematik der Realisierung von Buchverlusten sofern nur ein Teil der Immobilien von einem Wertverlust betroffen ist, da Buchverluste eines Teils der Immobilien durch Buchgewinne bei anderen Immobilien ausgeglichen werden können.

¹⁴⁶⁷ Vgl. Aengevelt, Paketverkäufe, S. 28.

¹⁴⁶⁸ Aengevelt, Paketverkäufe, S. 28; Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

Grundsätzlich ist bei der Zusammenstellung von Paketen – insbesondere für opportunistische Investoren – die Möglichkeit einer ausreichenden Fremdkapitalfinanzierung zu berücksichtigen. Hierbei ist zu beachten, dass die Cashflow-Struktur bei einer Portfolioinvestition in Abhängigkeit von der Anlagestrategie des Investors im Regelfall nicht den Cashflows der einzelnen Immobilien des Portfolios entspricht, da die Business-Pläne von Investoren beispielsweise zeitnahe Veräußerungen vorsehen.¹⁴⁶⁹ Zudem werden – sofern dies gelingt – auch „pre-sales“ umgesetzt, um frühzeitig Transaktionskosten decken zu können und Zwischenfinanzierungen zu vermeiden.¹⁴⁷⁰

Aufgrund der Veränderungen der Bankenregulierung im Rahmen von Basel II sind Finanzierungsinstitute zunehmend weniger in der Lage, Kreditrisiken einzugehen. Infolgedessen sind Immobilieninvestoren oftmals auf kapitalmarktorientierte Finanzierungen angewiesen. Damit steigen die Anforderungen an die Strukturierung einer Transaktion und ihrer Finanzierung. Bei der Finanzierung von Portfoliotransaktionen sind daher die Besonderheiten der Sicherheitenstruktur einer Kapitalmarktfinanzierung zu berücksichtigen, die wesentlich von den Anforderungen der Ratingagenturen geprägt sind.¹⁴⁷¹

Je nach Refinanzierung der Investoren ist eine zumindest teilweise langfristige Vertragsbindung unumgänglich.¹⁴⁷² Auch flexibel ausgestaltete Sale-Leaseback-Transaktionen bedürfen zu einem bestimmten Grad mittel- bis langfristiger Vertragslaufzeiten, um eine günstige Refinanzierung zu ermöglichen. Der Vertrag zwischen British Telecom und dem Käuferunternehmen Telereal ist beispielsweise auf dreißig Jahre festgeschrieben¹⁴⁷³ und enthält Möglichkeiten, Flächen freizuziehen.¹⁴⁷⁴ „Where securitisation has taken place, long contracts are necessary to provide the long term maturity necessary for the bonds issued to be marketable and have a long enough coupon to justify the deal.“¹⁴⁷⁵

¹⁴⁶⁹ Vgl. Doetsch, Finanzierung, S. 14; Bickart, Finanzierung, S. 5. Vgl. auch Müller, Strukturierung und Finanzierung, S. 42.

¹⁴⁷⁰ Vgl. Kummer, Portfoliotransaktionen, S. 17.

¹⁴⁷¹ Vgl. Felix et al., Kapitalmarktorientierte Immobilienfinanzierung, S. 43. Zum Rating im Rahmen der Real Estate Securitisation vgl. Richard, Sale and Leaseback Securitisation, S. 117-129.

¹⁴⁷² Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 121. „Many of the highly rated asset-backed securitisation structures are predicated on lengthy standardised leases and contain restrictive clauses preserving such arrangements.“ Lizieri/Ward, "Financial Alchemy", S. 17.

¹⁴⁷³ Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 121.

¹⁴⁷⁴ Vgl. Weatherhead, Property Issues, S. 19.

¹⁴⁷⁵ Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 121.

5.8 Zusammenfassung

Im Rahmen dieses Kapitels wurden zunächst die Beweggründe und Zielsetzungen einer Desinvestition von Unternehmensimmobilien dargestellt. Dies sind insbesondere die Freisetzung des in Immobilien gebundenen Kapitals und eine Verbesserung der Finanzkennzahlen, die Beibehaltung der Kontrolle über strategische Immobilien sowie die Flexibilisierung der Bereitstellung von Immobilien bezüglich deren zukünftiger Nutzung. Unsicherheit besteht und die Verringerung der Eigentümerrisiken. Daneben werden jedoch häufig auch eine Optimierung des Veräußerungserlöses und die Partizipation an Wertsteigerungspotenzialen angestrebt. Weiterhin sollen die Bereitstellungskosten gesenkt werden. Diese Zielsetzungen weisen teilweise erhebliche Zielkonflikte auf und besitzen je nach Ausgangslage einen unterschiedlichen Stellenwert. Daher sind sie zur Ableitung zielführender Veräußerungsstrategien zu gewichten.

Für die Desinvestition von Unternehmensimmobilien bestehen verschiedene Möglichkeiten. Betriebsneutrale Immobilien können aktiv oder passiv verwertet werden. Während eine passive Verwertung unter bestimmten Voraussetzungen zu einer schnelleren Kapitalfreisetzung führt, kann in der Regel durch eine aktive Verwertung eine höhere Wertschöpfung erzielt werden. Betriebsnotwendige Immobilien können im Rahmen klassischer, d.h. langfristiger Sale-Leaseback-Transaktionen veräußert werden. Daneben gewinnen Portfolio-Sale-Leaseback-Transaktionen, die eine flexible Rückanmietung erlauben, zunehmend an Bedeutung.

Eine kapitalmarktorientierte Bewertung der Verwertungs- und Bereitstellungsalternativen dient der Gewichtung der mit der Desinvestition verfolgten Zielsetzungen, damit eine Entscheidung zwischen aktiver und passiver Verwertung und zwischen der Immobilienbereitstellung durch Eigentum oder Anmietung getroffen werden kann. Von Relevanz sind bei dieser Bewertung insbesondere die alternative Verwendung des in Immobilien gebundenen Kapitals sowie der zur Bewertung der Bereitstellung durch Eigentum herangezogene Diskontierungsfaktor. Die Wahl des letzteren wird in der Praxis kontrovers diskutiert, so dass als Lösung die Auswahl eines Diskontierungsfaktors anhand bestimmter Bedingungen wie Opportunitätskosten der Kapitalbindung angesichts vorliegender Alternativinvestitionen sowie Sicherheit des zukünftigen Bedarfs und Volatilität der Geschäftstätigkeit der nutzenden Unternehmenseinheit vorgeschlagen wird. Als Ergebnis der kapitalmarktorientierten Bewertung kann eine Entscheidung zwischen aktiver und passiver Verwertung und zwischen der Bereitstellung durch Eigentum oder Anmietung gefällt werden, so dass ein Bestand im Wege des Abverkaufs zu verwertender betriebsnotwendiger und betriebsneutraler Immobilien identifiziert werden kann.

Neben direkten Veräußerungen durch Asset oder Share Deals ist eine Platzierung dieser Immobilien am Kapitalmarkt in Form verschiedener Beteiligungsmodelle – darunter insbesondere offene und geschlossene Immobilienfonds sowie Immobilienaktiengesellschaften – möglich. Die Wahl der Desinvestitionsstrategien richtet sich nicht nur nach den Zielsetzungen des veräußernden Unternehmens, sondern insbesondere nach den Investitionskriterien potenzieller Erwerber, da auf diese Weise die Verkaufswahrscheinlichkeit gesteigert und der potenzielle Veräußerungserlös optimiert werden kann. Daher werden die Anlagestrategien systematisiert und den verschiedenen Gruppen von Immobilieninvestoren zugeordnet. Auf Basis von Markt- und Wettbewerbsanalysen kann festgestellt werden, welche Investorengruppen und welche Immobilienmärkte sich besonders für die zeitnahe Desinvestition eignen. Die Bildung von Angebotspaketen richtet sich ebenfalls nach den Investitionsstrategien und den Zielsetzungen des veräußernden Unternehmens. Bei der Zusammenstellung ist darauf zu achten, dass das Portfolio in ausreichendem Maße fremdfinanziert werden kann. Geht man von einem minimalen zu erzielenden Veräußerungserlös aus, so ist auch zu berücksichtigen, dass bei gegebenem Veräußerungspreis die Anlagestrategien potenzieller Investoren und deren Renditeforderung umsetzbar sind, da die Transaktion sonst nicht zustande kommt.

6 Strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen bei der Desinvestition von Unternehmensimmobilien

Strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen bezeichnen die Veräußerung eines Immobilienbestands im Zuge einer flexiblen Rückmietung.¹⁴⁷⁶ Dabei besteht eine Fülle von Möglichkeiten der Vertragsgestaltung, die einerseits dem nutzenden Unternehmen Flexibilität in unterschiedlichem Ausmaß gewähren, andererseits das Risiko/Rendite-Profil der Investition und somit den möglichen Veräußerungserlös wesentlich beeinflussen. Im Folgenden werden die Möglichkeiten der Vertragsgestaltung ebenso wie die Auswahl potenzieller Investoren für strukturierte Sale-Leaseback-Portfolios und die Preisfindung eingehend behandelt. Drei Fallstudien innovativer strukturierter Sale-Leaseback-Transaktionen verdeutlichen die Möglichkeiten der praktischen Umsetzung.

6.1 Vertragsgestaltungskomponenten

6.1.1 Möglichkeiten der Flexibilisierung

Die juristischen Möglichkeiten der Strukturierung gewerblicher Mietverträge sind theoretisch nahezu unbegrenzt, werden jedoch in der praktischen Umsetzung von den Präferenzen potenzieller Investoren und deren Möglichkeiten zur Refinanzierung eingeschränkt.¹⁴⁷⁷

6.1.1.1 Mietverträge auf Objekt- und Portfolioebene

Grundsätzlich besteht bei strukturierten Sale-Leaseback-Transaktionen die Möglichkeit der Vereinbarung von Mietverträgen auf Einzelobjekt- oder auf (Sub-)Portfolioebene. Werden Mietverträge auf Einzelobjektebene vereinbart, so sind für jedes Objekt oder auch kleinere Einheiten wie Stockwerke Vertragslaufzeiten und gegebenenfalls Optionen zu vereinbaren. Der Abschluss von Mietverträgen auf Ebene von Sub-Portfolios oder auf Ebene des gesamten zu veräußernden Bestands räumt eine darüber hinaus gehende Flexibilität ein, da sie dem Mieter freistellen, einen bestimmten Anteil der Flä-

¹⁴⁷⁶ Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 120; Ernst & Young, Views, S. 3; Ernst & Young, Abbey National, S. 1.

¹⁴⁷⁷ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

chen freizuziehen, ohne dass diese Flächen vorher festgelegt wurden.¹⁴⁷⁸ Durch diese Anmietung einer bestimmten Fläche „cross portfolio“ kann das rückmietende Unternehmen im Bedarfsfall einen lediglich bezüglich des Flächenumfangs festgelegten Teil des Portfolios räumen, sobald kein Bedarf mehr besteht. Derartige Vertragsstrukturen werden im englischsprachigen Raum auch als „master leases“ bezeichnet.¹⁴⁷⁹ Dabei wird dem Investor in der Regel eine Mindestbelegung und somit eine Mindestrendite garantiert.¹⁴⁸⁰ Potenziale für Wertsteigerungen ergeben sich aus dem aktiven Management freiwerdender Flächen.¹⁴⁸¹

Darüber hinaus besteht auch die Möglichkeit, dem Mieter – unter bestimmten Zahlungsmodalitäten – die Möglichkeit des Flächentauschs innerhalb des gesamten Bestands oder eines Teilbestands des Investors einzuräumen, der über den von dem Unternehmen ursprünglich genutzten veräußerten Bestand hinausgeht.¹⁴⁸²

6.1.1.2 Kündigungsoptionen

Kündigungsrechte zu bestimmten Terminen („fixed break options“) oder beliebigen Zeitpunkten („rolling break options“) – meist nach Ablauf einer bestimmten Zeitspanne und mit Vorankündigungsfrist – dienen der Flexibilisierung langfristiger Mietverträge.¹⁴⁸³ Mitunter trifft man auf Regelungen, die den Mieter berechtigen, das Mietverhältnis nicht nur zu bestimmten Terminen und/oder nach Ablauf bestimmter Fristen, sondern bei Vorliegen bestimmter, vertraglich vereinbarter Kündigungsgründe zu beenden.¹⁴⁸⁴ Diese an das Vorliegen bestimmter Gründe gebundenen Kündigungsrechte sind jederzeit mit bestimmten Vorankündigungsfristen ausübbar. Die Kündigungsgründe sollten klar und präzise formuliert werden, um Streitigkeiten auszuschließen.¹⁴⁸⁵

¹⁴⁷⁸ Vgl. Bryan, Sale-Leasebacks, S. 20; Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer. Dass diese Vorgehensweise durchaus sinnvoll sein kann, zeigt der Versuch des Unternehmens Swisscom, Immobilien, die Bestandteil einer Sale-Leaseback-Portfoliotransaktion waren, nun aber nicht mehr benötigt werden, durch andere Objekte einzutauschen, die nicht Bestandteil dieser Transaktion waren. Vgl. Louko, Portfolio Outsourcings, S. 83.

¹⁴⁷⁹ Vgl. Barris, Sale-Leasebacks, S. 107.

¹⁴⁸⁰ Vgl. Barris, Sale-Leasebacks, S. 107.

¹⁴⁸¹ Vgl. Pederson/Wooten, Market Focus, S. 368 f.

¹⁴⁸² Vgl. Durfee, Leasebacks, S. 96.

¹⁴⁸³ Vgl. Stellmann, Gewerberaummierte, S. 208. Dies wird aufgrund der Abschreibungen der Investitionen in die Flächen häufig vorgezogen, um die Abschreibungsdauer zu verlängern. Vgl. Wainwright, Divestment, S. 331.

¹⁴⁸⁴ Vgl. Woollam, Flexibility, S. 79; Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

¹⁴⁸⁵ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer; Woollam, Flexibility, S. 79.

Für die Ausübung von Optionen, bestimmte oder unbestimmte Flächen vorzeitig zu kündigen, sind – je nach vertraglicher Vereinbarung – Konventionalstrafen zu leisten.¹⁴⁸⁶ Diese so genannten „surrender charges“ oder „penalties“ bemessen sich nach einem bestimmten Teil der Miete – beispielsweise für jedes weitere Jahr der restlichen Vertragsbindungsdauer – oder einer festgelegten Summe wie beispielsweise zwei Jahresmieten.¹⁴⁸⁷ Neben der Vereinbarung einer Vertragsstrafe gehen flexible Kündigungsmöglichkeiten in der Regel mit einer höheren Miete einher, d.h. die Flexibilität wird unabhängig davon vergütet, ob sie tatsächlich in Anspruch genommen wird.¹⁴⁸⁸

Angesichts des im Vergleich zu den Eigenschaften des Immobilienmarktes kurzen Planungshorizontes der Unternehmen bzw. deren Geschäftseinheiten können solche Optionen zur Flächenaufgabe die notwendige Flexibilität für einen unvorhergesehenen Wegfall des Bedarfs herbeiführen.¹⁴⁸⁹ Auf diese Weise hat das Unternehmen die Möglichkeit, die Nutzung der Immobilien unter vorher festgelegten Vertragsbedingungen frühzeitig aufzugeben und das Leerstandsrisiko an den Investor weiterzugeben.¹⁴⁹⁰

6.1.2 Möglichkeiten der Sicherung von Verfügbarkeit und Miethöhe

6.1.2.1 Optionen

Durch Verlängerungsoptionen kann der Fortbestand der Mietfähigkeit durch das Unternehmen gesichert werden. Verlängerungsoptionen gestatten es dem Mieter, den Mietvertrag einseitig um einen vertraglich vereinbarten Zeitraum zu verlängern. Grundsätzlich ist es auch möglich, zu vereinbaren, dass die Mietverlängerungsoption nur für Teilflächen ausgeübt werden kann.¹⁴⁹¹ Flächenerweiterungsoptionen durch Vor- und/oder Anmietungsrechte und Andienungsverpflichtungen räumen zudem die Möglichkeit einer Expansion ein.¹⁴⁹² Dies ist insbesondere dann sinnvoll, wenn während eines Abschwungs Sale-Leaseback-Transaktionen umgesetzt werden, die auch ungenutzte Flächen enthalten, die unter Umständen im Falle einer Markterholung wieder benötigt

¹⁴⁸⁶ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

¹⁴⁸⁷ Vgl. Gibson, Business Space Options, S. 12 f.; Werner, Property Outsourcing, S. 8.

¹⁴⁸⁸ Nach dem Ergebnis einer Diskussion, die im Rahmen einer Studie von GIBSON geführt wurde, sollte Flexibilität nur dann vergütet werden, wenn sie auch in Anspruch genommen wird. Vgl. Gibson, Business Space Options, S. 12 f. In Großbritannien wurden bereits Regelungen umgesetzt, die eine (teilweise) Rückvergütung dieses „super profit“ vorsehen. Vgl. Werner, Property Outsourcing, S. 8.

¹⁴⁸⁹ Vgl. Gibson et al., Needs & Choices, S. 28.

¹⁴⁹⁰ Vgl. Pederson/Wooten, Market Focus, S. 368; Gibson et al., Needs & Choices, S. i.

¹⁴⁹¹ Vgl. Stellmann, Gewerberaummierte, S. 208.

¹⁴⁹² Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer; Stellmann, Gewerberaummierte, S. 210 f.

werden. Die Einflussnahme auf strategisch relevante Immobilien kann durch An- bzw. Rückkaufoptionen gesichert werden.¹⁴⁹³

6.1.2.2 Dienstbarkeit und Stillhalteerklärung vorrangiger Gläubiger

Im Falle der Insolvenz des Investors und der Zwangsversteigerung des Grundstücks besteht die Gefahr eines Verlusts der Verfügungsrechte über die Immobilien, da der Gesetzgeber nach den Regelungen des § 111 Insolvenzordnung (InsO) bzw. § 57 des Gesetzes über die Zwangsversteigerung und Zwangsverwaltung (ZVG) in beiden Fällen dem Insolvenzverwalter bzw. Ersteher ein gesetzliches Sonderkündigungsrecht einräumt.¹⁴⁹⁴

Das Nutzungsrecht kann durch die beschränkte persönliche Dienstbarkeit zugunsten des Mieters gesichert werden. Im Falle der Zwangsversteigerung hat das Recht der weiteren Nutzung jedoch nur Bestand, wenn Grundpfandrechte einer finanzierenden Bank gegenüber der Dienstbarkeit nachrangig sind.¹⁴⁹⁵ Entscheidend für die Wirksamkeit ist somit das Rangverhältnis gegenüber anderen Gläubigern des Investors.¹⁴⁹⁶ Eine Dienstbarkeit, die hinter den Grundpfandrechten der finanzierenden Bank eingetragen ist, nützt im Verwertungsfall allein im Zweifel nicht, da die Fremdkapitalgeber sich erst befriedigen und dem Nutzer im Nachhinein immer noch kündigen können, wenn eine Neuvermietung vorteilhaft ist. Dies gewinnt gerade in sich erholenden Mietmärkten an Relevanz, wenn die Marktmiete deutlich über die Vertragsmiete steigt.¹⁴⁹⁷

Dieser Interessenkonflikt zwischen dem veräußernden und nutzenden Unternehmen und der finanzierenden Bank kann durch eine so genannte Stillhalteerklärung oder „Bestehenbleibensvereinbarung“¹⁴⁹⁸ gemäß § 91 Abs. 2 ZVG der Bank gelöst werden.¹⁴⁹⁹ Mit dieser verpflichtet sich die Bank, im Falle der Zwangsversteigerung das

¹⁴⁹³ Vgl. hierzu Thiele-Mühlhahn, Vorkaufsrecht/Ankaufsrechte, S. 103 f.

¹⁴⁹⁴ Vgl. Maschmeier/Billwiller, Vertragsgestaltung, S. 12.

¹⁴⁹⁵ Vgl. Felix et al., Kapitalmarktorientierte Immobilienfinanzierung, S. 46; Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

¹⁴⁹⁶ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

¹⁴⁹⁷ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer; Felix et al., Kapitalmarktorientierte Immobilienfinanzierung, S. 46.

¹⁴⁹⁸ Maschmeier/Billwiller, Vertragsgestaltung, S. 12.

¹⁴⁹⁹ Vgl. Maschmeier/Billwiller, Vertragsgestaltung, S. 12.

„Bestehenbleiben der nachrangigen Dienstbarkeit zu beantragen oder einem solchen Antrag zuzustimmen“¹⁵⁰⁰.

6.1.2.3 Mietanpassungsvereinbarungen

Mietanpassungen können – auch nach Ablauf des Mietvertrags bei Ausübung von Verlängerungsoptionen – auf Basis der Marktmiete, der indexierten Vertragsmiete oder auf Basis von (Staffel-)Mietvereinbarungen erfolgen.¹⁵⁰¹ Vereinbarungen auf Basis der Vertragsmiete bzw. Staffelmietvereinbarungen eliminieren das Element der Unsicherheit der Mietmarktentwicklung und schaffen eine – in Abhängigkeit von der Bezugsgröße der Wertsicherungsklausel – relativ sichere Kalkulationsgrundlage für Mieter und Vermieter.¹⁵⁰² Die Unsicherheit kann so lange begrenzt werden bis Verhandlungen zu Marktmieten anstehen.¹⁵⁰³

Mit der Vereinbarung von Mietverlängerungsoptionen zur indexierten Vertragsmiete oder einer anderen festgelegten Miethöhe wird jedoch zugleich das Wertschöpfungspotenzial des Investors eingeschränkt. Infolgedessen erfolgt in der Regel ab einem bestimmten Zeitpunkt eine Anpassung an die Marktmiete.¹⁵⁰⁴

6.1.3 Grenzen der Flexibilisierung und Einflussnahme

6.1.3.1 Gesicherte Cashflows zum Zwecke der Fremdfinanzierung

Aufgrund der großen Hebelwirkung der Fremdfinanzierung auf die Eigenkapitalrendite wird die Durchführung von Portfoliotransaktionen sehr stark von der Fremdfinanzierbarkeit der zugrunde liegenden Mietvertragsstrukturen, d.h. gesicherten Cashflows abhängig gemacht.¹⁵⁰⁵ Sind die Mietverträge aus Sicht der Fremdkapitalgeber – d.h. der finanzierenden Banken und im Falle von Securitisations insbesondere Ratingagenturen – vage und durch zu viele Unsicherheiten belastet, wird im Zweifel nicht oder nicht in ausreichendem Ausmaß finanziert, um die geforderte Eigenkapitalrendite zu erwirt-

¹⁵⁰⁰ Felix et al., Kapitalmarktorientierte Immobilienfinanzierung, S. 47. Diese Sicherung wirkt jedoch nur schuldrechtlich. Wird bspw. eine vorrangige Grundschuld ohne „Bestehenbleibensvereinbarung“ an einen Dritten abgetreten, erlischt das gesicherte Recht. Vgl. Maschmeier/Billwiller, Vertragsgestaltung, S. 12.

¹⁵⁰¹ Vgl. Stellmann, Gewerberaummiere, S. 188-191. „[...] im gewerblichen Mietrecht [sind] den vertraglichen Gestaltungsmöglichkeiten kaum Grenzen gesetzt.“ Stellmann, Gewerberaummiere, S. 188.

¹⁵⁰² Vgl. Wainwright, Divestment, S. 338; Stellmann, Gewerberaummiere, S. 188 f.

¹⁵⁰³ Vgl. Wainwright, Divestment, S. 338; Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

¹⁵⁰⁴ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG

¹⁵⁰⁵ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

schaften.¹⁵⁰⁶ Je geringer die gesicherten Mietvertragslaufzeiten sind und je mehr Optionen vereinbart werden, desto stärker wird die Möglichkeit der Fremdfinanzierung eingeschränkt. Daher ist eine Mindestvertragslaufzeit für einen bestimmten Teil des Portfolios meist Voraussetzung für das Zustandekommen der Transaktion.¹⁵⁰⁷

6.1.3.2 Wertschöpfungsstrategien potenzieller Investoren

Optionen sind aus Sicht des Erwerbers grundsätzlich eine Last, da sie seine Investitionsstrategie einschränken.¹⁵⁰⁸ Die Vereinbarung von Mietverträgen auf Portfolioebene erschwert die Weiterveräußerung einzelner Objekte erheblich, so dass der Investorenkreis auf strategische Investoren mit zumindest mittelfristiger Haltefrist eingegrenzt wird.¹⁵⁰⁹

Die Vereinbarung von Verlängerungsoptionen schränkt die Planbarkeit und Umsetzbarkeit aktiver Wertschöpfungsstrategien des Investors ein, da er nicht weiß, ob die Optionen ausgeübt werden und somit mittel- bis langfristig nicht klar mit den Objekten disponieren kann.¹⁵¹⁰ Daraus können sich Deadlock-Situationen ergeben. Daher sollte vorab geklärt werden, ob der Investor vorrangig auf einen gesicherten Cashflow, die Flächen selbst oder eine Aufwertung durch aktive Wertsteigerungsmaßnahmen abzielt.¹⁵¹¹ In letzterem Falle ist das Objekt nach einer bestimmten Zeit zu räumen, damit der Business-Plan des Investors erfüllt werden kann. Werden im Vorfeld der Desinvestition für jedes Objekt Nutzungskonzepte und Weiterveräußerungsszenarien entworfen, so kann eine optimale Investorenansprache erfolgen, damit sowohl die Ziele des veräußernden Unternehmens als auch die des Investors erreicht werden können.

Weiterhin ist es auch möglich, dem Investor Optionen einzuräumen, die ihm die Umsetzung von Wertsteigerungsmaßnahmen erlauben. Hierdurch wird er berechtigt, den Mieter innerhalb bestimmter Zeiträume und Vorankündigungsfristen aufzufordern, das Objekt unter bestimmten Voraussetzungen freizuziehen. Dies kann beispielsweise mit der Bereitstellung von Ersatzräumlichkeiten mit bestimmten, vorher vereinbarten Ei-

¹⁵⁰⁶ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

¹⁵⁰⁷ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer; Crosby/Gibson/Oughton, Lease Structures, S. 31. Zur Strukturierung von Portfoliotransaktionen und Besicherungsinstrumenten – insbesondere seitens des Investors – vgl. vertiefend Bickart, Finanzierung, S. 13-25.

¹⁵⁰⁸ Vgl. Kummer, Portfoliotransaktionen, S. 66.

¹⁵⁰⁹ Vgl. Barris, Sale-Leasebacks, S. 107.

¹⁵¹⁰ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

¹⁵¹¹ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

enschaften gekoppelt sein. Weiterhin sind die Übernahme der Umzugs- und Betriebsausfallkosten und die Anschlussnutzung des sanierten Objekts zu regeln.¹⁵¹²

6.1.3.3 Wirtschaftlichkeit

Sämtliche Vertragselemente, die dem Mieter Flexibilität einräumen, werden entweder in die Miete einkalkuliert und verursachen höhere laufende Immobilienbereitstellungskosten und/oder wirken sich negativ auf den Veräußerungserlös aus.¹⁵¹³ Langfristige Vertragslaufzeiten gehen üblicherweise mit einem geringeren Risiko für den Investor und infolgedessen ceteris paribus mit einem höheren Barwert des Objektes oder mit geringeren Mieten¹⁵¹⁴ einher.

Da eine vollständige Flexibilität aus wirtschaftlichen Gründen nur in Extremfällen umgesetzt wird, sollte immer die Genehmigung zur Untervermietung vereinbart werden. Neben der finanziellen Flexibilität sollte auch die Möglichkeit für Nutzungsänderungen und der Überführung von Flächen in andere Nutzungsarten offen gehalten werden.

6.1.4 Überwälzung und Übernahme von Risiken

6.1.4.1 Instandhaltungs- und Instandsetzungspflichten

Grundsätzlich können Instandhaltungs- und Instandsetzungspflichten durch den Mieter oder den Vermieter geleistet werden. Häufig werden so genannte „single“, „double“ und „triple net“-Vereinbarungen getroffen, die Teile der Kosten, die eigentlich dem Eigentümer obliegen – wie Versicherungs- und Instandhaltungskosten –, auf den Mieter abwälzen. Diese können je nach Gegebenheiten eingeschränkt oder erweitert werden, beispielsweise durch Regelungen wie „double net“ mit 3 % „cap“ für den Vermieter oder „triple net“ mit 2 % Zuschuss durch den Käufer oder Mieter etc. Die Begrifflichkeiten sollten möglichst präzise definiert werden, da sie weder legaldefiniert sind noch einheitlich gebraucht werden.¹⁵¹⁵

¹⁵¹² Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

¹⁵¹³ Vgl. Wainwright, Divestment, S. 336; Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

¹⁵¹⁴ Vgl. Woollam, Flexibility, S. 78; Drivers Jonas, Commercial Leases, ohne Seite.

¹⁵¹⁵ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

6.1.4.2 Gewährleistungs- und Haftungsregelungen

Portfoliotransaktionen sind aufgrund des großen Volumens und der praktischen Einschränkungen der Vorabprüfung sehr regelungsintensiv. Es gibt verschiedene Regelungen zur Begrenzung der Haftungsrisiken des Verkäufers.

- „Caps“ begrenzen denkbare Schadensersatzansprüche, d.h. sie legen die (grundsätzlich) maximale Haftung – zum Beispiel aus etwaigen Garantien, die der Verkäufer dem Käufer einräumt – fest. Das „cap“ kann beispielsweise für ein Objekt auf 1 Mio. € festgelegt werden und insgesamt über das Portfolio für alle Objekte auf 10 Mio. €.
- „De minimis“-Regelungen legen Mindestansprüche fest. Danach muss jeder Einzelanspruch eine Mindestsumme erreichen, damit der Verkäufer nicht wegen unwesentlicher Schäden in Anspruch genommen werden kann.
- „Thresholds“ oder auch „baskets“ legen zum Beispiel fest, dass insgesamt Ansprüche mit einem bestimmten Mindestvolumen vorliegen müssen, bis der erste Anspruch überhaupt geltend gemacht werden kann. Hierbei kann (und sollte) festgelegt werden, ob eine bestimmte Summe pro Objekt, für mehrere Objekte oder für alle Objekte erreicht werden muss und ob auch Ansprüche bestehen, die als Einzelanspruch laut vereinbarter de minimis-Regelung nicht durchsetzbar wären.

Weiterhin sind die Methoden für die Quantifizierung der Schäden und einzusetzende Gutachter sowie Beschränkungen der Rechtsfolgen (insbesondere Ausschluss des Rücktrittsrechts), Verjährungsfristen und Haftungsausschlüsse zu vereinbaren.¹⁵¹⁶

Portfoliokäufer sind in der Regel Finanzinvestoren, die keine Immobilienmanagementrisiken eingehen wollen und daher „triple net“-Verträge oder gedeckelte „double net“-Verträge bevorzugen.¹⁵¹⁷ Gewährleistungsausschlüsse oder -beschränkungen bergen Risiken, die in die Preisfindung des Investors einfließen.¹⁵¹⁸

6.1.4.3 Abschluss von Generalmietverträgen

Bezüglich der Gewährung von Sicherheiten ist auch die Möglichkeit des Abschlusses eines Generalmietvertrags zu erwähnen. Für den Investor hat dies den Vorteil, dass eine solvente Gesellschaft den Generalmietvertrag unterzeichnet und somit – während der Laufzeit des Generalmietvertrags – unter Umständen ein geringes Leerstandsrisiko

¹⁵¹⁶ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer; Maschmeier/Billwiller, Vertragsgestaltung, S. 14.

¹⁵¹⁷ Vgl. Schneiders, Wirtschaftliche Due Diligence, S. 16.

¹⁵¹⁸ Vgl. Kleine, Due Diligence, ohne Seite.

bzw. eine größere Haftungsmasse besteht als beim Abschluss von Verträgen mit den jeweiligen Tochtergesellschaften.¹⁵¹⁹

Möglicherweise sind aber auch Einzelmietverträge mit den einzelnen Tochtergesellschaften mit einer Patronatserklärung der entsprechenden Muttergesellschaft ausreichend oder sogar vorteilhaft, wenn sich dadurch die potenzielle Haftungsmasse vergrößert.¹⁵²⁰

6.1.4.4 Cashflow-Besicherung

Neben der Fristigkeit der Mietverträge spielen auch Sicherheiten eine wesentliche Rolle für die Fremdfinanzierung. Die Miet-Cashflows können durch Patronatsgarantien, -erklärungen oder -haftungen und weiche, belastbare Bürgschaften besichert werden. Andere Vorkehrungen wie Mietausfallversicherungen etc. sind kostspielig. Über „normale“ Mietsicherheiten, die teilweise sehr hoch ausfallen können, hinausgehende Bürgschaften oder Versicherungen sind daher selten. Sicherheiten wie Kautionen, die jeder Mietvertrag vorsieht, sichern in der Regel nur die ersten drei Monate ab und sind daher für die Finanzierung – insbesondere wenn sie durch eine Securitisation erfolgt – als alleinige Sicherheit nicht ausreichend. Es gibt Portfolioverkäufer, die sich nicht bereit erklären, bindende Zusicherungen (so genannte „covenants“) zu leisten; dies ist ein häufiger Grund für das Nicht-Zustandekommen von Transaktionen.¹⁵²¹

6.2 Investorenauswahl und Preisfindung

6.2.1 Potenzielle Investoren für strukturierte Sale-Leaseback-Portfoliotransaktionen

Die Auswahl potenzieller Investoren bemisst sich nach deren Anlagestrategie. Auf Basis der strategischen Notwendigkeiten und Unsicherheiten wurde bereits festgelegt, welche Flächen mit welchen Laufzeitung und Optionen veräußert und zurückgemietet werden sollen. Teilweise ist die Unsicherheit des zukünftigen Flächenbedarfs so erheblich, dass nur eine Rückmietung in Frage kommt, die es dem desinvestierenden Unternehmen erlaubt, erst in Zukunft zu entscheiden, welche Flächen weitergenutzt und welche freigezogen werden sollen. In einem solchen Fall findet eine Rückanmietung auf Ebene des Gesamtportfolios statt, die lediglich festlegt, welcher Anteil der Immobilien für einen bestimmten Mindestzeitraum genutzt wird. Aus diesem Grund können

¹⁵¹⁹ Vgl. Maschmeier/Billwiler, Vertragsgestaltung, S. 9.

¹⁵²⁰ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

¹⁵²¹ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

keine Einzelmietverträge abgeschlossen werden, so dass opportunistische Anlagestrategien erheblich eingeschränkt bzw. sogar verhindert werden, da eine Weiterveräußerung einzelner Objekte, die Bestandteil des Portfoliomietvertrags sind, nicht erfolgen kann. Wird hingegen ein Portfolio veräußert, das überwiegend aus Objekten besteht, die noch langfristig genutzt werden oder in einer bestimmten Zeit nicht mehr benötigt werden, besteht für den Investor eine größere Sicherheit.

Somit sind Portfoliotransaktionen, die mit einer sehr flexiblen Rückmietung erfolgen sollen, grundsätzlich für strategische Investoren mit mittelfristigem Anlagehorizont besser geeignet als für opportunistische Investoren, die eine kurzfristige Anlagestrategie verfolgen und Klarheit bezüglich der Business-Pläne einzelner Objekte benötigen, um ihre Anlageziele erreichen zu können.

Bereits durchgeführte Transaktionen, die einige Jahre zurückliegen und eine Bewertung erlauben, haben gezeigt, dass Flexibilität in diesem Ausmaß keineswegs ein theoretisches Konstrukt ist. Langfristige strategische Partnerschaften mit einem Immobilieninvestor, der die aktive Verwertung frei werdender Objekte und die zügige und günstige Deckung neuen Flächenbedarfs erlaubt, können dem wachsenden Bedürfnis nach Flexibilität entsprechen.

6.2.2 Preisfindung

6.2.2.1 Preisfindungskomponenten

Bei der Kalkulation des potenziellen Verkaufspreises strukturierter Sale-Leaseback-Portfolios sind zahlreiche Vertragskomponenten zu beachten, die teilweise eine große Hebelwirkung auf die Netto-Einkommensströme und das Investitionsrisiko haben.¹⁵²² Insbesondere Optionen verändern die Charakteristika einer Immobilieninvestition erheblich.¹⁵²³

Die Optionspreisfindung hat sich bislang für die Bewertung von Immobilieninvestitionen praktisch nicht durchgesetzt. Zahlreiche Fragestellungen bezüglich der Vergütung von Optionen bleiben daher offen. „Organisations felt that, in an ideal world, they would like much shorter-term commitments to property but, most importantly, the ability to exit when the space was no longer required. They were willing to pay for this option but there was a lack of clarity over how much and when.“¹⁵²⁴ In der Praxis wird diskutiert, in

¹⁵²² Vgl. Schneiders, Wirtschaftliche Due Diligence, S. 16.

¹⁵²³ Vgl. Adams/Booth/MacGregor, Option Pricing, S. 1.

¹⁵²⁴ Gibson et al., Needs & Choices, S. i.

welcher Höhe sowie ob und wann – lediglich bei Ausübung oder unabhängig von der Ausübung – Optionen zu vergüten sind.¹⁵²⁵ Die überwiegende Zahl der Immobilienbewertungen findet infolge der Unsicherheiten und der komplexen Handhabung der Optionspreisfindung ausschließlich auf Basis von Discounted Cashflow-Modellen statt.¹⁵²⁶ Dies gilt auch für die Preisfindung von Portfoliotransaktionen.

Mit zunehmendem Flexibilitätsbedarf und der einhergehenden Vereinbarung von Mietvertragsoptionen wird die Bewertung von Optionen zunehmend an Gewicht gewinnen. Optionen lassen sich jedoch über das Discounted Cashflow-Verfahren nicht abbilden.¹⁵²⁷ Aus diesen Gründen wird die Optionspreisfindung in ein zweistufiges Bewertungsmodell für die Preisfindung strukturierter Sale-Leaseback-Transaktionen integriert. Der Basiswert des Portfolios wird im Rahmen einer Barwertberechnung unter der Annahme ermittelt, dass die Mietverträge ohne die Ausübung der Optionen erfüllt werden. Der Basiswert der Transaktion ergibt sich somit – unter Berücksichtigung der Investitionsstrategie des Erwerbers – aus den abgezinsten prognostizierten Cashflows (Netto-Einkommensströmen) und dem Endwert (Terminal Value) der Immobilien am Ende des Prognose- bzw. Anlagezeitraums. Um zu einem realistischen Kaufpreis zu gelangen, sind die Werte der vereinbarten Optionen separat zu ermitteln und von dem berechneten Basiswert abzuziehen bzw. – falls dem Käufer Optionen eingeräumt werden – hinzu zu addieren.

6.2.2.2 Bestimmung des Basis-Wertes durch Discounted Cashflow-Berechnung

Der Basiswert der Transaktion kann durch Discounted Cashflow-Berechnungen bestimmt werden. Hierzu sind die prognostizierten Netto-Einkommensströme mit einem Diskontierungsfaktor abzuzinsen.

Die Netto-Einkommensströme sind abhängig von den zu vereinbarenden und prognostizierten Mieten, den zu vereinbarenden Mietanpassungen (Höhe und Frequenz) und den erwarteten Verwertungserlösen. Abzuziehen sind sämtliche Aufwendungen, wie bspw. Instandhaltungskosten, Aufwendungen im Zusammenhang mit Neuvermietung oder Verkauf und Investitionen, die im Vorfeld der Weiterveräußerung zur Aufwertung der Immobilien erfolgen sollen. Weiterhin sind Zinsaufwendungen zu subtrahieren.

Der Prognosezeitraum sollte sich nach dem voraussichtlichen Investitionszeitraum bis zur endgültigen Verwertung der Immobilien durch den Investor richten. Der Anlage-

¹⁵²⁵ Vgl. Gibson, Business Space Options, S. 15.

¹⁵²⁶ Vgl. Adams/Booth/MacGregor, Option Pricing, S. 2 f.

¹⁵²⁷ Vgl. Hommel/Pritsch, Realloptionsansatz, S. 127.

und damit der Prognosezeitraum ist von der Investitionsstrategie des Investors und von der Vertragsgestaltung abhängig. Sollten sich zum Ende des Prognosezeitraums noch Immobilien aus der Transaktion im Bestand des Investors befinden, so ist für diese der Terminal Value zu bestimmen.

Der Diskontierungsfaktor ist abhängig von dem Risikoprofil der Investition, implizit jedoch auch von dem für die Investition in Frage kommenden Investorenkreis, da ein tatsächlich erzielbarer Veräußerungserlös bestimmt werden soll. Der Kaufpreis des Portfolios leitet sich folglich maßgeblich aus der angestrebten Eigenkapitalrendite und der Investitionsstrategie des Käufers ab. Zudem haben – neben Optionen – verschiedene andere Vertragsgestaltungskomponenten wie Mietanpassungsvereinbarungen, Instandhaltungsvereinbarungen etc. eine große Hebelwirkung auf den Verkaufspreis. Durch Sensitivitätsanalysen können Optimierungspotenziale bzgl. der Vertragskomponenten identifiziert werden.¹⁵²⁸ Dadurch kann der Zielkonflikt zwischen der Höhe des freizusetzenden Kapitals und den zu vereinbarenden Mietvertragskonditionen gelöst werden.¹⁵²⁹

6.2.2.3 Bewertung der vereinbarten Optionen

Es gibt grundsätzlich zwei Möglichkeiten, eine Flexibilisierung zu erreichen: die kurzfristige Vertragsbindung mit Verlängerungsoptionen oder die langfristige Vertragsbindung mit der Möglichkeit der Flächenaufgabe, falls kein Bedarf mehr besteht. Verlängerungsoptionen räumen dem Mieter das Recht ein, nach Ablauf der Vertragsdauer den Mietvertrag zu verlängern; Kündigungsoptionen berechtigen den Mieter, zu vorab definierten Zeitpunkten (Option europäischen Typs) oder zu einem beliebigen Zeitpunkt (Option amerikanischen Typs) den Mietvertrag unter Einhaltung einer definierten Kündigungsfrist zu beenden.

Die Preisfindung für derartige Optionen findet in der Praxis derzeit – explizit oder implizit – auf Basis von Verhandlungen statt, ohne dass die beteiligten Parteien die Auswirkungen auf den Wert der Immobilie ausreichend berücksichtigen. Zwar wünscht das veräußernde Unternehmen oftmals eine erhöhte Flexibilität und ist hierfür auch bereit einen Preis zu entrichten, d.h. höhere Mietzahlungen oder einen geringeren Veräuße-

¹⁵²⁸ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG; Interview vom 18.1.2005 mit Herrn Volker Dittmeier, Sireo Real Estate Asset Management GmbH.

¹⁵²⁹ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG; Interview vom 18.1.2005 mit Herrn Volker Dittmeier, Sireo Real Estate Asset Management GmbH.

nungserlös zu akzeptieren;¹⁵³⁰ die Bewertung von flexibilisierten Vertragsparametern ist jedoch komplex und unterbleibt daher meist. Infolgedessen ist der Wert der Flexibilisierung oftmals unklar.¹⁵³¹ „[Occupiers] want greater flexibility and are willing to pay but there is still a need to convince both providers and occupiers of the value (price) of transferring risk.“¹⁵³²

Eine Möglichkeit zur Bewertung dieser Flexibilität bietet der Realloptionsansatz.¹⁵³³ Im Rahmen dieses Ansatzes werden existierende Handlungsspielräume eines Wirtschaftssubjektes analog zu Finanzoptionen bewertet. Möglich ist dies, wenn das Wirtschaftssubjekt das Recht, nicht aber die Verpflichtung hat, einen Handlungsspielraum auszuüben.¹⁵³⁴ Daher lassen sich über diesen Ansatz sowohl Kündigungs- als auch Verlängerungsoptionen abbilden.

Für die Ermittlung des Wertes einer Realoption stehen verschiedene Verfahren zur Verfügung. Die analytischen Verfahren, mit deren Anwendung man zu einer mathematisch exakten Lösung gelangt, gehen auf die Black-Scholes-Formel¹⁵³⁵ zurück. Diese eignen sich jedoch lediglich zur Wertbestimmung von Spezialfällen, da einschränkende Annahmen zugrunde liegen. Für die Bewertung von komplexeren (Real-)Optionen ist auf numerisch-approximative Ansätze zurückzugreifen. Zu diesen Ansätzen zählt beispielsweise das Binomialmodell von COX/ROSS/RUBINSTEIN¹⁵³⁶, aber auch andere Verfahren wie bspw. die Monte-Carlo Simulation, die Methode der finiten Differenzen, die numerische Integration und analytische Näherungen.¹⁵³⁷

¹⁵³⁰ Eine 1999 durchgeführte Umfrage von Großunternehmen in Großbritannien ergab, dass „89 % of respondents [...] are willing to pay a rental premium of between 10 % and up to 30 % of ERV [estimated rental value] to achieve occupational flexibility in core operations accommodation.“ Vgl. Jones Lang LaSalle, Pricing, ohne Seite.

¹⁵³¹ Vgl. Gibson et al., Needs & Choices, S. 25 und Gibson, Business Space Options, S. 13. „One of the major problems in the real estate sector: how to develop and price a contract with options of flexibility.“ Gibson, Business Space Options, S. 13. „Cost of the risk transfer for greater flexibility, financial risks associated with property decisions are not fully evaluated and therefore the value of any flexibility to the occupier is unknown.“ Gibson, Business Space Options, S. 15.

¹⁵³² Gibson et al., Needs & Choices, S. 29.

¹⁵³³ Für einen Überblick zu Realoptionen und möglichen Bewertungsverfahren vgl. bspw. Meise, Realoptionen, S. 45-194; Amram/Kulatilaka, Real Options, S. 29-140.

¹⁵³⁴ Vgl. Hommel/Pritsch, Realloptionsansatz, S. 123 f.; Meise, Realoptionen, S. 50; Lucius, Real Options, S. 73.

¹⁵³⁵ Zur Black-Scholes-Formel vgl. Black/Scholes, Pricing, S. 637-659.

¹⁵³⁶ Zum Binomialmodell vgl. Cox/Ross/Rubinstein, Option Pricing, S. 229-263 und Cox/Ross, Valuation, S. 145-166.

¹⁵³⁷ Vgl. Amram/Kulatilaka, Real Options, S. 36; Meise, Realoptionen, S. 96.

Eine Reihe von Autoren hat die Auswirkungen von Optionen in Mietverträgen auf die Vermögenspositionen der Vertragspartner mit unterschiedlichen Verfahren für Kündigungs- und Verlängerungsoptionen untersucht.

BUETOW/ALBERT erarbeiten ein Modell zur Preisfindung von Verlängerungs- und Kaufoptionen.¹⁵³⁸ HOMMEL/PRITSCH untersuchen kombinierte Kündigungs- und Verlängerungsoptionen europäischen Typs.¹⁵³⁹ FRENCH und MCALLISTER analysieren kurzfristige Mietverträge und Kündigungsoptionen europäischen Typs (break options) mit einem Cashflow-Simulationsmodell.¹⁵⁴⁰ CLAPHAM erarbeitet eine analytische Methode zur Bewertung von Verlängerungsoptionen mit einer indexbasierten Mietanpassung,¹⁵⁴¹ und SING/TANG untersuchen Kündigungsoptionen amerikanischen Typs (default option) anhand des Binomialmodells.¹⁵⁴²

Die Bewertung von Optionen in Mietverträgen ist komplex und unsicher. In zahlreichen Fällen führen simple Bewertungsverfahren wie bspw. das Binomialmodell oder analytische Verfahren zu einer ungenauen Abbildung der Wirklichkeit. Dies liegt in erster Linie daran, dass die Ausübung einer Option durch den Mieter nicht ausschließlich an die Entwicklung des Mietpreises gekoppelt ist. So kann es beispielsweise sein, dass ein Mieter trotz gestiegener Mietpreise eine Kündigungsoption nutzt, da seine Anforderungen sich aufgrund seiner Geschäftsentwicklung verändert haben. Umgekehrt ist es auch möglich, dass eine Verlängerungsoption durch den Mieter genutzt wird, obwohl die Mietpreise so stark gesunken sind, dass ein Umzug und eine Neuvermietung von Flächen für den Mieter finanziell günstiger wären. Aufgrund der umfangreichen Annahmen erscheint eine Simulation als die am besten geeignete Methode für die Bewertung von Optionen. Ein solches Verfahren wendet bspw. MCALLISTER zur Bewertung von Kündigungsoptionen an.¹⁵⁴³ Für das Bewertungsmodell werden folgende Parameter benötigt:¹⁵⁴⁴

¹⁵³⁸ Vgl. Buetow/Albert, Embedded Options, S. 253-265.

¹⁵³⁹ Vgl. Hommel/Pritsch, Realoptionsansatz, S. 134-139.

¹⁵⁴⁰ Vgl. French, Pricing, S. 17-27 und McAllister, Pricing, S. 361-374.

¹⁵⁴¹ Vgl. Clapham, Embedded Lease Options, S. 347-359.

¹⁵⁴² Vgl. Sing/Tang, Leasing Risks, S. 173-191.

¹⁵⁴³ Vgl. McAllister, Pricing, S. 369-372.

¹⁵⁴⁴ Vgl. McAllister, Pricing, S. 368-369.

- Kündigungsfrist,
- Höhe einer fälligen Konventionalstrafe,
- erwartete Kosten für Reparaturen, die der Kostenverantwortung des Mieters obliegen,
- geschätzte Kosten für die Ausstattung der Flächen durch den Mieter,
- erwartete Verfügbarkeit und Preis von Ersatzflächen,
- erwartete Umzugskosten,
- erwartetes Wachstum des Geschäfts des Mieters,
- geschätzter Beitrag der Flächen zur Profitabilität des Mieters,
- erwartete Abschreibung des Gebäudes,
- erwartete Mietentwicklung,
- geschätzte Volatilität der Mietentwicklung.

Im Fall von Verlängerungsoptionen sind neben diesen Faktoren noch der vereinbarte Preisanpassungsmechanismus und die Verlängerungsdauer des Mietvertrags zu berücksichtigen.

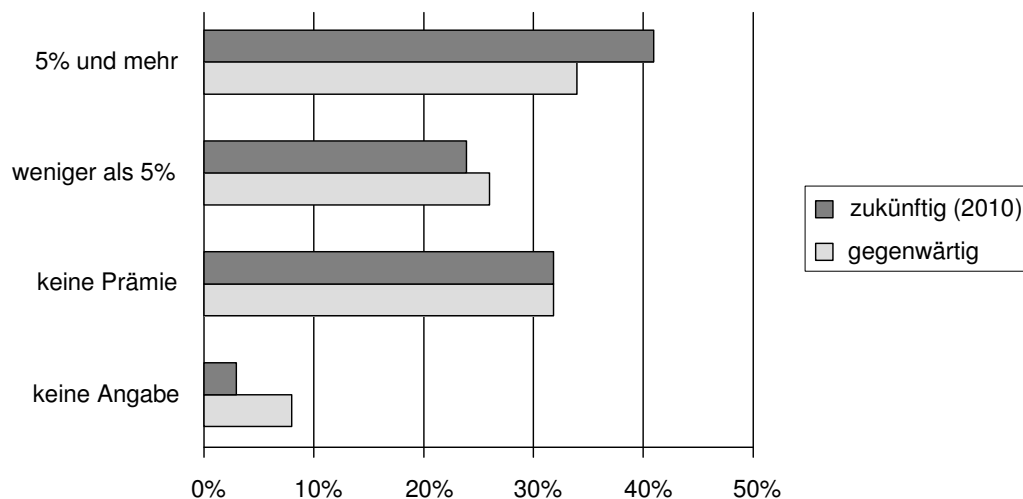
Die Höhe des Optionswertes ist stark abhängig von diesen Annahmen. In Beispielrechnungen werden für Kündigungsoptionen von 4,2 %¹⁵⁴⁵ bis 46,6 %¹⁵⁴⁶ der ersten Jahresmiete als Optionswert ausgewiesen. Für eine Verlängerungsoption ermitteln WERNECKE/ROTTKE einen Optionswert von 104 % der ersten Jahresmiete.¹⁵⁴⁷ Die diesen Beispielrechnungen zugrunde liegenden Annahmen scheinen plausibel, wurden jedoch im Rahmen dieser Arbeit nicht verifiziert.

Die Ergebnisse der angeführten Beispielsrechnungen zeigen, dass der Wert von Optionen in Mietverträgen durchaus substantiell sein kann. Legt man bei einer Sale-Leaseback-Transaktion ein Transaktionsvolumen vom 8-12-fachen der ersten Jahresmiete zugrunde, so können – wie die Beispielrechnungen zeigen – umfangreiche Optionen über 10 % des Transaktionsvolumens ausmachen.

¹⁵⁴⁵ Vgl. Sing/Tang, Leasing Risks, S. 182-183.

¹⁵⁴⁶ Vgl. McAllister, Pricing, S. 371-372.

¹⁵⁴⁷ Vgl. Wernecke/Rottke, Bewertung, S. 267.



Eigene Darstellung auf Basis der Daten von CoreNet Global/Gallup, 2010 Survey, S. 16.

Abbildung 59: Bereitschaft zur Entrichtung von Prämien für flexible Mietvertragslaufzeiten

Zahlreiche Umfragen zeigen die Bereitschaft zur Entrichtung von Prämien für eine flexiblere Bereitstellung auf. Häufig werden kürzere Mietvertragslaufzeiten mit Prämien von 5-10 % auf die Marktmiete abgegolten.¹⁵⁴⁸ Dies bestätigt auch eine Umfrage von CORENET GLOBAL/GALLUP, wonach die Bereitschaft für die Entrichtung von Prämien für flexible Mietvertragslaufzeiten in Zukunft tendenziell steigen wird (vgl. Abbildung 59).¹⁵⁴⁹ Flexibilität durch Kündigungsrechte wird in den USA mit bis zu einer Jahresmiete vergütet.¹⁵⁵⁰ Die Bereitschaft zur Entrichtung einer bis zu 30 % höheren Miete für flexible Vertragskonditionen hat auch O'ROARTY im Rahmen einer Befragung börsennotierter britischer Unternehmen festgestellt, wobei Flexibilität angesichts der in Großbritannien üblichen langfristigen Vertragsbindung einen anderen Stellenwert besitzt.¹⁵⁵¹

6.3 Strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen in der Praxis

Die dargestellten Fallstudien wurden im Rahmen der Literaturrecherchen identifiziert. Die Auswahl wird mit dem innovativen Charakter der umgesetzten Transaktionen, der unterschiedlichen Auswahl von Investoren und der Vergleichbarkeit der Branchen sowie dem unterschiedlichen geografischen Fokus begründet. Die Fallstudien beruhen sowohl auf Präsentationen und anderen veröffentlichten Darstellungen der beteiligten

¹⁵⁴⁸ Vgl. Crosby/Gibson/Oughton, Lease Structures, S. 30.

¹⁵⁴⁹ Vgl. CoreNet Global/Gallup, 2010 Survey, S. 16.

¹⁵⁵⁰ Vgl. Sraeel, Flexibility, S. 25.

¹⁵⁵¹ Vgl. O'Roarty, Flexible Space, S. 72 und S. 74.

Unternehmen, Artikeln der Wirtschaftspresse, wissenschaftlichen Publikationen und Geschäftsberichten als auch zum Teil auf Experteninterviews.

6.3.1 Deutsche Bank

6.3.1.1 Strategische Ausgangslage und Zielsetzungen der Desinvestition

Die Desinvestition von Unternehmensimmobilien folgt der auf das Ertragswachstum ausgerichteten Strategie der Deutsche Bank AG.¹⁵⁵² Die von der Unternehmensführung angestrebte Eigenkapitalrendite konnte durch eine Konzentration auf laufende Erträge, die Fokussierung auf das Kerngeschäft, eine Verbesserung der Kapitalallokation und Bilanzsteuerung sowie Kostensenkungen bereits erzielt werden.¹⁵⁵³

Die Freisetzung von Kapital in Bereichen, die nicht zum Kerngeschäft der Bank gezählt werden, wird bereits seit einigen Jahren forciert; so hat der Bereich Corporate Investments im Zeitraum zwischen dem 31. Dezember 2001 und dem 31. Dezember 2003 in wesentlichem Umfang Beteiligungen und Immobilien abgestoßen.¹⁵⁵⁴ Im Jahr 2002 hat die Stabsabteilung Corporate Development (AfK) den Auftrag bekommen, den Immobilienbestand nach Verwertungspotenzialen zu analysieren, insbesondere da mit der Immobilienbestandshaltung die von der Unternehmensführung geforderte Eigenkapitalrendite von 25 % nicht erzielt werden kann.¹⁵⁵⁵ Langfristig verfolgt die Deutsche Bank AG die eindeutige Immobilienbereitstellungsstrategie, den Flächenbedarf nur noch durch Anmietung zu decken und kein Eigentum mehr zu erwerben. Einher geht die Zielsetzung, das Eigentum vollständig aufzugeben – zunächst in Deutschland, sukzessive jedoch auch im Ausland.

Infolgedessen hat die Deutsche Bank AG – nachdem auf Basis einer Finanzanalyse eine generelle Veräußerungsentscheidung gefällt wurde¹⁵⁵⁶ – bereits zwei Immobilien-Portfoliotransaktionen umgesetzt, die im Folgenden aufgrund unterschiedlicher Zielsetzungen und angesichts ihres unterschiedlichen Charakters separat dargestellt werden.

Die Immobilienveräußerungen sind weiterhin im Lichte des Personalabbaus im Rahmen der Kostensenkungsstrategie und der zukünftigen Belegungsstrategie zu se-

¹⁵⁵² Vgl. Deutsche Bank AG, Eigenkapitalrendite, ohne Seite.

¹⁵⁵³ Vgl. Deutsche Bank AG, Gewinn, ohne Seite; Kort/Potthoff, Renditeziel, S. 1. Zu den strategischen Maßnahmen der Deutsche Bank AG vgl. Amlung, Zielgerichtete Strukturierung, S. 3 f. sowie Wieandt, Corporate Real Estate, S. 3.

¹⁵⁵⁴ Vgl. Wieandt, Corporate Real Estate, S. 4; Amlung, Zielgerichtete Strukturierung, S. 5.

¹⁵⁵⁵ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

¹⁵⁵⁶ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

hen.¹⁵⁵⁷ Die annähernde Halbierung der Zahl der Filialen von 1.500 auf 770 innerhalb der letzten Jahre und der bereits umgesetzte Personalabbau von 100.000 auf 70.000 Stellen resultierten in einem Flächenüberschuss, der einer Verwertung bedurfte. Eine Verwertung durch Vermietung kam für die Bank nicht in Frage; es wurde eine Veräußerung ohne aktive Wertsteigerung und zusätzlichen Kapitaleinsatz angestrebt.¹⁵⁵⁸ Um das Risikoprofil der Deutsche Bank AG zu verbessern, wurde mit der Desinvestition insbesondere die Vermeidung zukünftiger Verwertungsrisiken durch die Flexibilisierung der Immobilienbereitstellung angestrebt.¹⁵⁵⁹

Zielsetzung der Portfoliotransaktionen war somit neben der Fokussierung auf das Kerngeschäft und der Freisetzung des in betriebsnotwendigen Immobilien gebundenen Kapitals die Adjustierung des Immobilienportfolios an den prognostizierten Flächenbedarf und die Verwertung betriebsneutraler Immobilien.¹⁵⁶⁰ Darüber hinaus sollten mit der Desinvestition auch die Kosten der Immobilienbereitstellung gesenkt werden.¹⁵⁶¹

6.3.1.2 Portfoliobildung und Auswahl der Investoren

Im Rahmen der Analyse des Portfolios auf Verwertungsmöglichkeiten wurde das gesamte Portfolio nach vier wesentlichen Kriterien strukturiert, die teilweise für die Deutsche Bank als Nutzer und grundsätzlich für potenzielle Investoren von Relevanz sind: Der zukünftige Flächenbedarf der Geschäftsbereiche und die einhergehende Mietvertragsgestaltung bildeten die Grundlage für die Strukturierung des Portfolios, da die Sicherheit der Miet-Cashflows ein grundlegendes Investitionskriterium potenzieller Investoren ist. Neben der Belegungsstrategie spielten außerdem drei weitere Faktoren eine wesentliche Rolle: das Volumen der Pakete, die Größe der Objekte und der Standort.¹⁵⁶²

Gemäß der Investitionskriterien potenzieller Investoren, die auf Basis einer Analyse des Marktes identifiziert werden konnten, wurden homogene Subportfolios gebildet, so dass die Portfoliostruktur bei beiden bislang durchgeführten Transaktionen stark auf

¹⁵⁵⁷ Vgl. Brüggmann et al., Stellen, S. 21; Potthoff, Sparkurs, S. 21; Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer; Deutsche Bank AG, Deutsche Bank steigert Gewinn, ohne Seite.

¹⁵⁵⁸ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

¹⁵⁵⁹ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

¹⁵⁶⁰ Vgl. Wieandt, Corporate Real Estate, S. 9; Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

¹⁵⁶¹ Vgl. Wieandt, Corporate Real Estate, S. 13; Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

¹⁵⁶² Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

die Investitionsstrategie abgestimmt wurde. Hierdurch konnte eine Optimierung des Veräußerungserlöses und der Belegungsstrategie erzielt werden.¹⁵⁶³

Zielsetzung der „TWIX“-Transaktion war es, Objekte mit einem relativ stabilen Cash-flow als Paket zu veräußern. Im Rahmen einer pragmatischen Vorgehensweise wurden alle Objekte mit einem Mindestvolumen von 5 Mio. € unabhängig von der Qualität oder der Mietvertragslage grundsätzlich zur Disposition gestellt. Die Objektgröße war zwar kein statisches Auswahlkriterium, jedoch eine Orientierungsgröße, da bei großen Objekten eine wesentlich bessere Planbarkeit gegeben ist als bei kleinen Filialgebäuden. Daneben hatte dieses transparente, „harte“ Auswahlkriterium den Vorteil, insbesondere internen Interessenkonflikten bezüglich der Zusammenstellung des Portfolios vorzubeugen, da nicht nur „Trophy“-Objekte Bestandteil der Transaktion waren und somit – anders als bei der ausschließlichen Veräußerung erstklassiger Objekte – das so genannte Restantenrisiko reduziert werden konnte.¹⁵⁶⁴

Das „WAVE“-Portfolio war im Gegensatz zur „TWIX“-Transaktion geprägt von einer größeren Unsicherheit der Cashflows, da angesichts der Planungsunsicherheit bezüglich der Objekte eine sehr flexible Rückmietung erfolgen sollte. Demzufolge kamen für diese Transaktion eher langfristig orientierte Investoren in Frage.¹⁵⁶⁵

Anzusprechende Investoren wurden bei beiden Transaktionen hinsichtlich ihrer Anlagestrategie ausgewählt. Im Anschluss an eine beschränkte Ansprache erfolgte in beiden Fällen ein Bieterwettbewerb. Durch die resultierende Wettbewerbssituation zwischen den Bietern konnte einerseits der Veräußerungserlös positiv beeinflusst werden, während andererseits Diskretion sichergestellt werden konnte.¹⁵⁶⁶

Im Falle des „TWIX“-Portfolios wurde ein Bieterverfahren unter zwei Interessenten durchgeführt, auf die sich der Verkaufsprozess letztlich fokussiert hat.¹⁵⁶⁷ Als Investor ist Blackstone aufgrund des besseren Angebots zum Zuge gekommen, ein opportunistisch handelnder Investor, der – da Einzelmietverträge abgeschlossen wurden – die Objekte demzufolge auch einzeln weiterveräußern kann.

Im Falle der „WAVE“-Transaktion wurden zunächst fünfzehn Investoren angesprochen. Auf der Basis der Angebote dieser Investoren wurden drei Investoren für weitere Ver-

¹⁵⁶³ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

¹⁵⁶⁴ Vgl. Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

¹⁵⁶⁵ Vgl. Kort, Deutsche-Bank-Filialen, S. 17; Andersen/Schede, Deutsche Bank, S. 43.

¹⁵⁶⁶ Vgl. Wieandt, Corporate Real Estate, S. 11.

¹⁵⁶⁷ Vgl. Wieandt/Amlung/Andersen, Transaktionsmanagement, S. 40.

handlungen ausgewählt, unter denen sich Eurocastle/Fortress mit dem besten Gebot durchgesetzt hat.¹⁵⁶⁸

Die Deutsche Bank AG hat Paketverkäufe Einzelveräußerungen vorgezogen, wobei jedoch vereinzelt auch Einzelverkäufe stattfinden. Dies wurde mit zwei Argumenten begründet: Einerseits erleichtert eine Portfoliotransaktion das optimale Timing der Veräußerung. Die Verkäufersituation war zum Zeitpunkt der Veräußerungen sehr günstig, da viele opportunistische – insbesondere US-amerikanische Investoren – Anlagemöglichkeiten auf dem deutschen Markt suchten; dies hatte einen positiven Einfluss auf den Veräußerungserlös. Aufgrund der hohen Leerstandsquoten war zudem das Mietniveau relativ niedrig. Die Deutsche Bank konnte diese Situation durch eine Portfoliotransaktion im Vergleich zur Einzelvermarktung schnell und sicher nutzen. Die Portfoliotransaktionen wurden außerdem durchgeführt, um das so genannte Restantenrisiko schlecht vermarktbaren Immobilien zu reduzieren und eine zeitliche Verzögerung der Kapitalfreisetzung mit erhöhten Transaktionskosten zu verhindern.¹⁵⁶⁹

Von einer Verwertung des Immobilienvermögens durch DB Real Estate wurde generell abgesehen, da im Falle einer Aufgabe der Flächen die Gefahr eines Reputationsverlustes gegenüber Kunden der Bank besteht, die in diesen Immobilien investiert sind. Derartige Interessenkonflikte bestehen trotz juristisch einwandfreier Mietverträge. Daher erfolgen Veräußerungen ausschließlich an Investoren, die mit der Deutsche Bank AG nicht unmittelbar in einer Geschäftsbeziehung stehen, damit die Deutsche Bank AG sich nicht moralisch verpflichtet bzw. gezwungen sieht, Flächen weiterhin zu mieten, obwohl kein Bedarf mehr besteht.¹⁵⁷⁰

6.3.1.3 Die „TWIX“-Portfoliotransaktion

6.3.1.3.1 Transaktionsstruktur

Im Dezember 2003 hat die Deutsche Bank AG im Rahmen der so genannten „TWIX“-Transaktion rund 30 % ihres eigengenutzten Immobilienbestands mit einem Gesamtwert von 1,04 Mrd. € veräußert, wobei insgesamt gut zwei Drittel der Gesamtflächen von der Deutsche Bank AG selbst genutzt und ein Drittel an Dritte vermietet war.¹⁵⁷¹

¹⁵⁶⁸ Vgl. Andersen/Schede, Deutsche Bank, S. 43.

¹⁵⁶⁹ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

¹⁵⁷⁰ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

¹⁵⁷¹ Vgl. Deutsche Bank AG, Immobilien-Portfolio, ohne Seite; Amlung, Zielgerichtete Strukturierung, S. 9 und S. 11.

Das Portfolio bestand aus 51 Immobilien mit einer Gesamtfläche von 490.000 m². 40 Objekte befinden sich in Deutschland, weitere elf im restlichen Europa. Damit war die Deutsche Bank das erste Unternehmen, das ein pan-europäisches Portfolio veräußert hat.¹⁵⁷²

Bei den Immobilien handelt es sich im Wesentlichen um Hauptfilialgebäude an teilweise prominenten Standorten mit eher langfristigen Mietverträgen; das Portfolio enthält neben qualitativ hochwertigen Objekten jedoch auch nur zum Teil vermietete Immobilien und Objekte an Randstandorten, die schwer vermarktbar sind. Die durchschnittliche Vertragslaufzeit beträgt ca. sieben Jahre, die maximale Vertragslaufzeit liegt bei zehn Jahren.

6.3.1.3.2 Vertragsgestaltung

Bei der „TWIX“-Transaktion wurde die zukünftige Nutzung jedes einzelnen Objektes in enger Abstimmung mit dem lokalen Management festgelegt, so dass der Transaktion Einzelmietverträge zugrunde gelegt werden konnten. Dies war eine wesentliche Voraussetzung für den Erwerb durch einen opportunistischen Investor, da man einzelne Objekte ohne Einzelmietverträge nicht weiterveräußern kann.

Die durchschnittliche Vertragslaufzeit liegt – wie oben bereits erwähnt – bei ca. sieben Jahren. Die Geschäftsbereiche haben dabei Mietverlängerungsoptionen auf Basis der indexierten Mieten, so dass zunächst keine Anpassung an die Marktmieten stattfindet. Mittel- bis langfristig ist dies jedoch nicht zu vermeiden.¹⁵⁷³

Im Rahmen der Mietvertragsgestaltung konnte eine flexible Belegungsstrategie umgesetzt werden. Innerhalb der nächsten zehn Jahre sind die Mieter berechtigt, bis zu 45 % der Flächen in Deutschland und bis zu 28 % der Flächen in Resteuropa freizuziehen.¹⁵⁷⁴

Die Einzelmietverträge haben Laufzeiten von drei, fünf, zehn und fünfzehn Jahren. Die Mietvertragslaufzeiten wurden teilweise sogar auf einzelne Stockwerke herunter gebrochen, damit sie nach Ablauf der Mietvertragsdauer freigezogen werden können, falls sie nicht mehr benötigt werden. Bei sämtlichen Verträgen wurden drei Verlängerungsoptionen mit einer Laufzeit von je fünf Jahren vereinbart, so dass die ursprüngliche Vertragslaufzeit zzgl. fünfzehn Jahren bei Ausübung der Verlängerungsoptionen

¹⁵⁷² Vgl. Thomas, Outsourcing, S. 6.

¹⁵⁷³ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

¹⁵⁷⁴ Vgl. Wieandt, Corporate Real Estate, S. 11; Amlung, Zielgerichtete Strukturierung, S. 16.

gesichert wurde. Dabei beruht die Miete bei der ersten Verlängerungsoption auf der indexierten Vertragsmiete. Erst bei Ausübung der zweiten und dritten Verlängerungsoption erfolgt jeweils eine Anpassung an die Marktmiete.¹⁵⁷⁵ Abbildung 60 stellt die Struktur der Mietvertragsgestaltung grafisch dar.

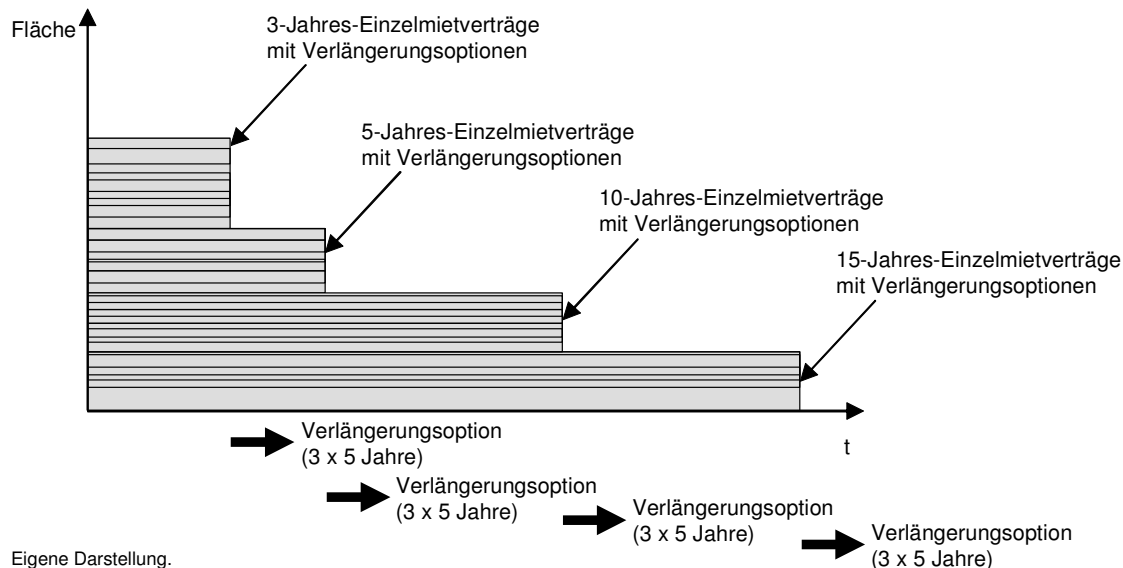


Abbildung 60: Mietvertragsstruktur der „TWIX“-Portfoliostrategie

Der Marktmietpreis wurde für jedes einzelne Objekt auf Basis eines Gutachtens von Jones Lang LaSalle festgesetzt. Die Mieten wurden als Paket korrespondierend mit den Vertragslaufzeiten und dem Kaufpreis vereinbart; je nach Vertragsbindung wurde der Kaufpreis angepasst.¹⁵⁷⁶

Um den internen Zielkonflikt zwischen der Bank als Eigentümer der Immobilien, die einen möglichst hohen Veräußerungserlös anstrebt, und den Geschäftsbereichen als Nutzern, die eine möglichst große Flexibilität zu geringen Kosten fordern, zu bewältigen, wurde der aus der Unternehmensstrategie abgeleiteten Belegungsstrategie Priorität gegenüber dem Veräußerungserlös eingeräumt. Auf Basis der grundsätzlichen Belegungsstrategie wurden in einem zweiten Schritt zur Optimierung des Veräußerungserlöses Feinadjustierungen der Mietvertragsparameter auf Basis von Sensitivitätsanalysen vorgenommen. So wurde für jedes Objekt ermittelt, welchen Einfluss die Veränderung eines Mietvertragsparameters auf den potenziellen Kaufpreis hat, um das optimale Verhältnis zwischen Mietbarwert und Veräußerungserlös zu ermitteln.¹⁵⁷⁷

¹⁵⁷⁵ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

¹⁵⁷⁶ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

¹⁵⁷⁷ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

6.3.1.4 Die „WAVE“-Portfoliotransaktion

6.3.1.4.1 Transaktionsstruktur

Das so genannte „WAVE“-Portfolio wurde Ende Dezember 2004 für 300 Mio. € an das an der Londoner Börse notierte Tochterunternehmen der Fortress Investment Group LLC Eurocastle Investment Limited veräußert.¹⁵⁷⁸ Das Portfolio umfasst 109 Filialgebäude der Deutsche Bank AG, die im Wesentlichen durch den Private Business Clients-Bereich genutzt werden.¹⁵⁷⁹ Die Gesamtfläche der veräußerten, überwiegend in deutschen, kleinen bis mittleren Städten gelegenen Objekte beläuft sich auf ca. 300.000 m².¹⁵⁸⁰

6.3.1.4.2 Vertragsgestaltung

Zugrunde gelegt wurden Mietverträge mit mittel- bis langfristigen Laufzeiten, ab drei bis zu maximal zehn Jahren. Die durchschnittliche Vertragslaufzeit liegt bei 7,3 Jahren.¹⁵⁸¹

Bei der Transaktion handelt es sich um eine Innovation auf dem deutschen Sale-Leaseback-Markt; ähnliche Vertragskonstellationen wurden in Deutschland bislang noch nicht umgesetzt.¹⁵⁸² Über einen Pool von Immobilien, der etwa 50 % des Gesamtobjektvolumens der Transaktion umfasst, wurde ein einheitlicher Mietvertrag gelegt. Dieser Mietvertrag über mehrere Objekte legt bestimmte Laufzeiten für einen Anteil der Flächen fest. Fällt der Bedarf für bestimmte Flächen weg, so können diese mit einer Vorankündigungszeit von sechs Monaten bestimmt und ohne Leistung einer Strafzahlung freigezogen werden.

Die anteilig festgelegten, jedoch nicht objektspezifischen Mietvertragslaufzeiten liegen bei drei, fünf und acht Jahren. Somit legt der Mietvertrag fest, in welchem Umfang, jedoch nicht welche Flächen nach drei, fünf bzw. acht Jahren aufgegeben werden können. Demzufolge hat die Deutsche Bank das Recht, nach den ersten drei Jahren einen in quantitativer Hinsicht festgelegten, in qualitativer Hinsicht frei wählbaren, d.h. vorab nicht definierten Anteil der Gesamtfläche freizuziehen. Daraus ergibt sich Flexibilität hinsichtlich der Auswahl der Objekte, in denen Flächen aufgegeben werden können. Für die anderen 50 % des Gesamtportfolios wurden individuelle Mietverträge verein-

¹⁵⁷⁸ Vgl. Deutsche Bank AG, Immobilien-Portfolio in Deutschland, ohne Seite.

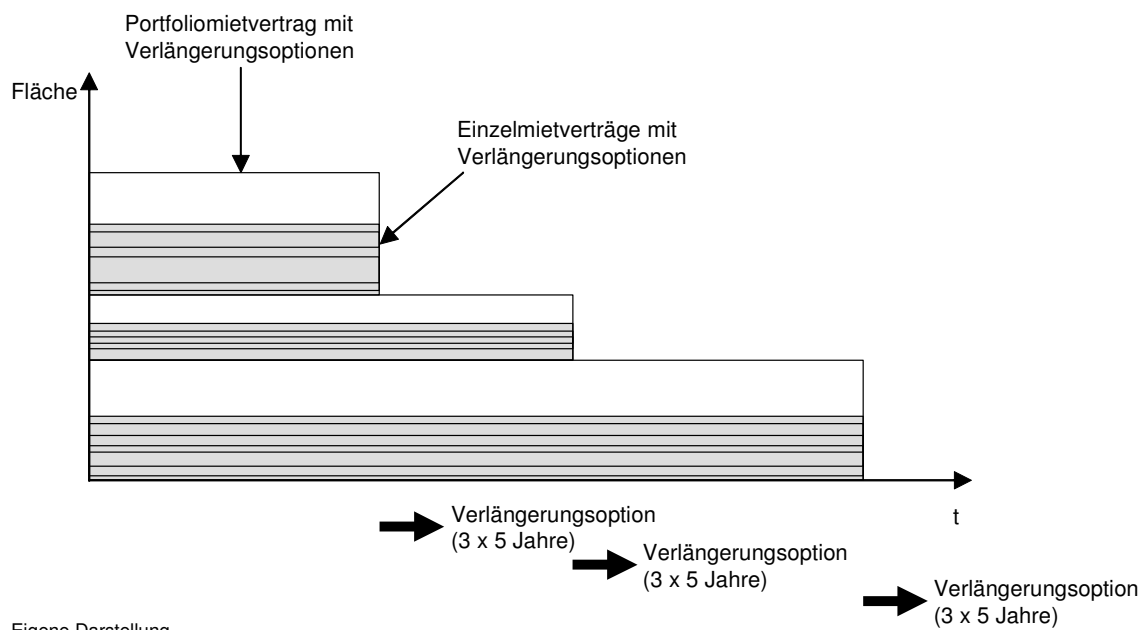
¹⁵⁷⁹ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG; Kort, Deutsche-Bank-Filialen, S. 17.

¹⁵⁸⁰ Vgl. Deutsche Bank AG, Immobilien-Portfolio in Deutschland, ohne Seite; Kort, Deutsche-Bank-Filialen, S. 17.

¹⁵⁸¹ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

¹⁵⁸² Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

bart, die es dem Investor ermöglichen, auch einzelne Objekte zu veräußern. Abbildung 61 stellt die Mietvertragsgestaltung grafisch dar.



Eigene Darstellung.

Abbildung 61: Mietvertragsstruktur der „WAVE“-Portfoliotransaktion

Der Investor Fortress handelt demzufolge weniger opportunistisch als Blackstone, da zumindest anfänglich 50 % der Flächen im Eigentum gehalten werden müssen bzw. zumindest das Portfolio der Immobilien mit erhöhter Flexibilität als Ganzes erhalten bleiben muss.¹⁵⁸³ Bei der Aufgabe von Teilflächen durch die Deutsche Bank AG wird schließlich eine Veräußerung möglich.¹⁵⁸⁴

Im Rahmen dieser Transaktion wurde ein Kompromiss zwischen den Geschäftsbereichen, die eine noch größere Flexibilität bevorzugt hätten, und der Bank als Eigentümer der Immobilien geschlossen. Eine größere Flexibilität hätte die Veräußerung stark gefährdet bzw. verhindert, da auf dieser Basis keine Fremdfinanzierung zustande gekommen wäre. Die Lösung bestand darin, einen Teil des Portfolios flexibel zu gestalten und für den anderen Teil Einzelmietverträge abzuschließen. Auch bei der Auswahl der Immobilien für das flexiblere Teilportfolio wurde mit Sensitivitätsanalysen gearbeitet, um die Kosten der Flexibilität transparent zu machen.¹⁵⁸⁵

¹⁵⁸³ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer.

¹⁵⁸⁴ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

¹⁵⁸⁵ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

6.3.1.5 Zusammenfassende Bewertung

Die Deutsche Bank nimmt mit der umfassenden Veräußerung betriebsnotwendiger Immobilien eine Vorreiterrolle bezüglich der Restrukturierung der Immobilienbereitstellung in Deutschland ein. Im Rahmen der beiden von der Deutsche Bank AG durchgeführten Portfoliotransaktionen konnte eine Adjustierung des eigenen Immobilienportfolios an den prognostizierten Flächenbedarf vorgenommen werden. Weitere wesentliche mit der Veräußerung verbundene Zielsetzungen waren die Fokussierung auf die Kerngeschäftstätigkeit des Unternehmens sowie die Freisetzung von bisher in Immobilien gebundenem Kapital.

Durch die Transaktionen wurde die Bereitstellung von einem überwiegend eigengenutzten in ein überwiegend angemietetes Portfolio restrukturiert. Tabelle 24 stellt die Struktur des Gesamtportfolios an Unternehmensimmobilien – d.h. eigengenutzte und angemietete Immobilien – vor und nach den Portfoliotransaktionen dar. Zudem fanden Veräußerungen von nicht länger betriebsnotwendigen Immobilien, die teilweise an Dritte vermietet waren, teilweise jedoch auch leer standen, sowie Beendigungen von Mietverträgen statt.

	vor 24.11.2003	nach 24.11.2003	nach 27.12.2004
Eigentum (eigengenutzt)	1.345.000	1.000.000	600.000
Eigentum (drittvermietet)	145.000	0	0
angemietet (DB Fonds)	300.000	300.000	200.000
angemietet (Drittinvestoren)	1.955.000	2.300.000	2.100.000
angemietet/eigengenutzt	1,68	2,60	3,83
angemietet/Eigentum	1,51	2,60	3,83

Eigene Darstellung auf Basis der Daten von Wieandt, Corporate Real Estate, S. 6 f. sowie Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

Tabelle 24: Relation zwischen angemieteten und eigengenutzten Immobilien (m²) vor und nach den Immobilien-Portfoliotransaktionen „TWIX“ und „WAVE“

Die durch die Vertragsgestaltung der „WAVE“-Transaktion eingeräumte Flexibilität geht mit einem geringeren Veräußerungserlös einher, da sie den Investor maßgeblich einschränkt.¹⁵⁸⁶ Die Vereinbarung eines derart großen Spielraums bzgl. der zukünftigen Flächennutzung war jedoch notwendig, da das Risiko des Bedarfswegfalls für die betroffenen Geschäftsbereiche, das angesichts mangelnder Planbarkeit mit einer mittel-

¹⁵⁸⁶ Vgl. Interview vom 20.1.2005 mit Herrn Heinz Joachim Kummer, Freshfields Bruckhaus Deringer; Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

bis langfristigen Festlegung einhergegangen wäre, die Kosten einer erhöhten Flexibilität überwogen hätte, d.h. das Risiko für die Bank wurde höher bewertet als die Preisdifferenz gegenüber einer Gestaltung mit Einzelmietverträgen.¹⁵⁸⁷

Durch die Restrukturierung konnten jedoch die Kosten der Immobilienbereitstellung um einen deutlich zweistelligen Prozentsatz gesenkt werden.¹⁵⁸⁸ Dies ist sowohl auf Kostensenkungen pro Flächeneinheit genutzter Flächen als auch auf die Desinvestition leer stehender Flächen zurückzuführen, die Kosten verursacht haben, ohne dass diesen Erlöse aus Mieteinnahmen oder dem Kerngeschäft gegenüber standen.

Trotz der langfristigen ökonomischen Vorteilhaftigkeit hat die Deutsche Bank im Falle der „TWIX“-Transaktion einen Buchverlust von rund 100 Mio. € realisiert, da Verluste aus Sale-Leaseback-Transaktionen gemäß US GAAP im Gegensatz zu Gewinnen sofort zu verbuchen sind. Die Ankündigungen beider Portfoliotransaktionen gingen mit um allgemeine Marktschwankungen bereinigten positiven Aktienkursreaktionen einher. Bei der „TWIX“-Transaktion war diese mit circa 3 % deutlicher als bei der zweiten Transaktion im Folgejahr. Dies ist zum einen wahrscheinlich auf das geringere Transaktionsvolumen zurückzuführen, zum anderen darauf, dass im Anschluss an die erste Transaktion bereits weitere Veräußerungen angekündigt wurden, so dass bei der konkreten Ankündigung der zweiten Transaktion lediglich die Bestätigung einer bereits bekannten Information erfolgte.¹⁵⁸⁹ Die Deutsche Bank AG strebt auch die Veräußerung des bislang noch im Eigentum verbliebenen Immobilienbestands im Wert von 500 Mio. € an.¹⁵⁹⁰

6.3.2 Abbey National

6.3.2.1 Strategische Ausgangslage

Ende der neunziger Jahre befand sich Abbey National in einer Phase der strategischen Neuausrichtung. Der traditionelle Fokus auf das Hypotheken- und Privatkundengeschäft wich einer Diversifikationsstrategie; unter anderem sollte auch ein Einstieg in das internationale Firmenkundengeschäft erfolgen.¹⁵⁹¹ Daneben war man der Ansicht, das Internet Banking würde gegenüber der Tätigkeit von Bankgeschäften in Filialen zunehmend an Bedeutung gewinnen, so dass das Filialnetzwerk als Distributionskanal

¹⁵⁸⁷ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

¹⁵⁸⁸ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

¹⁵⁸⁹ Vgl. Interview vom 12.1.2005 mit Herrn Sven Andersen, Deutsche Bank AG.

¹⁵⁹⁰ Vgl. Kort, Deutsche-Bank-Filialen, S. 17.

¹⁵⁹¹ Vgl. Abbey National Group, Report, S. 2 f.; Louko, Portfolio Outsourcings, S. 77.

an strategischer Bedeutung verlieren würde.¹⁵⁹² Infolgedessen wurden erhebliche Investitionen in die Internetplattform der Bank getätigt.¹⁵⁹³ Abbey National war zudem bereits zum Zeitpunkt der Transaktion ein Übernahmeziel, so dass eine Desinvestition auch angestrebt wurde, um einer Übernahme entgegenzuwirken.¹⁵⁹⁴ Weiterhin stand ein Teil der vorhandenen Flächen leer.

Zielsetzung der Transaktion war die Trennung von nicht länger betriebsnotwendigen Flächen, die Freisetzung von Kapital für Investitionen in eine konkurrenzfähige Internet-Plattform und neue Geschäftsfelder, die Reduktion immobilienbezogener Risiken und die Flexibilisierung der Immobilienbereitstellung.¹⁵⁹⁵

6.3.2.2 Portfoliobildung und Auswahl des Investors

Die Portfoliobildung folgte offensichtlich keinen besonderen Kriterien, da konsequent sämtliche Immobilien outgesourct wurden – sei es eigengenutzte im Eigentum befindliche oder leer stehende Mietflächen.

Der Investor wurde im Rahmen eines Bieterwettbewerbs bestimmt, an dem mehrere potenzielle Investoren teilnahmen.¹⁵⁹⁶ Mapeley Columbus Ltd. (Mapeley), ein Gemeinschaftsunternehmen von Soros Real Estate Partners, Fortress Investment Group und Delancey Estates Plc. und eines der größten britischen Immobilienunternehmen, das auf die Akquisition und das Management der Immobilienbestände von Non-Property Companies und der öffentlichen Hand spezialisiert ist,¹⁵⁹⁷ ging als so genannter „preferred bidder“ hervor.¹⁵⁹⁸

6.3.2.3 Transaktionsstruktur

Im Oktober 2000 hat Abbey National einen sämtliche Verfügungsrechte an (nahezu) allen britischen Immobilien umfassenden strukturierten Sale-Leaseback-Vertrag mit Mapeley abgeschlossen.¹⁵⁹⁹ Das Portfolio von ca. 1.300 Objekten mit einer Fläche von ca. 600.000 m² enthielt sowohl den wesentlichen Teil der in Großbritannien gelegenen Immobilien im Eigentum des Unternehmens als auch Mietverpflichtungen¹⁶⁰⁰ der Abbey

¹⁵⁹² Vgl. Louko, Portfolio Outsourcings, S. 77.

¹⁵⁹³ Vgl. o.V., New Economy, S. 2.

¹⁵⁹⁴ Vgl. Saigol, Takeovers, S. 8; o.V., Abbey, S. 75; o.V., Lloyds Pitches Offer, S. 3; Louko, Portfolio Outsourcings, S. 82; Lizieri/Ward, "Financial Alchemy", S. 16.

¹⁵⁹⁵ Vgl. Louko, Portfolio Outsourcings, S. 77 f.; Cohen/Mackintosh, Abbey National, S. 27.

¹⁵⁹⁶ Die Rede ist von sechs bis zehn Bietern. Vgl. Dixon et al., Occupational Futures, S. 44.

¹⁵⁹⁷ Vgl. Fortress Investment Group LLC, Mapeley Ltd., ohne Seite.

¹⁵⁹⁸ Vgl. Dixon et al., Occupational Futures, S. 44.

¹⁵⁹⁹ Vgl. Abbey National Group, Report, S. 43; Ernst & Young, Abbey National, S. 1.

¹⁶⁰⁰ Zur rechtlichen Gestaltung vgl. Cohen, Virtual Leases, S. 2.

National Gruppe, wobei der Bestand einen unterschiedlich hohen Nutzungsgrad durch das Unternehmen aufwies.¹⁶⁰¹ Im Rahmen der Transaktion wurden sowohl einzelne Assets (Immobilien und Mietverträge) als auch eine Immobilien haltende Gesellschaft übertragen.¹⁶⁰² Der Veräußerungserlös betrug knapp £ 460 Mio.; die über die im Rahmen der Transaktion vereinbarten Mietvertragslaufzeiten hinausgehenden übertragenen Mietvertragsverpflichtungen belaufen sich auf ca. 200 Mio. £ über die nächsten zwanzig Jahre.¹⁶⁰³

6.3.2.4 Vertragsgestaltung

Der Vertrag besiegelt eine zwanzigjährige Partnerschaft mit dem investierenden Unternehmen mit vertraglich garantierter operationaler Flexibilität und Serviceleistungen.¹⁶⁰⁴ Mapeley versorgt die Bank im Gegenzug sowohl mit Flächen als auch mit immobilienbezogenen Dienstleistungen mit Ausnahme des Facilities Managements.¹⁶⁰⁵

Für jedes der rund 1.300 Verfügungsrechte wurde auf Basis der strategischen Unternehmensplanung der zukünftige Bedarf ermittelt. Im Ergebnis wurden Mietvertragslaufzeiten zwischen einem und zwanzig Jahren verhandelt, ohne bestehende Restvertragslaufzeiten berücksichtigen zu müssen.¹⁶⁰⁶ Immobilien mit strategischer Bedeutung wie Hauptverwaltungsgebäude und Filialstellen in bevorzugten Lagen wurden langfristig angemietet, während Flächen, die lediglich einer kurzfristigen Verfügbarkeit bedürfen, kurzfristig angemietet wurden. Flächen bzgl. deren zukünftiger Nutzung Unsicherheit besteht, wurden mittelfristig angemietet.¹⁶⁰⁷ „In addition to shedding itself of space that it no longer needed, the transaction equalized the rental payments over a twenty-year period and allowed Abbey National to price flexibility, up front, in case of change

¹⁶⁰¹ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 21; Ernst & Young, Abbey National, S. 1; Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 121; Delancey Estates Plc., Mapeley, ohne Seite.

¹⁶⁰² Vgl. Abbey National Group, Report, S. 43. „The deal comprised an outright sale of freeholds, the disposal of a subsidiary owning freehold properties, and a combination of legal and equitable assignments of leasehold property interests.“ Abbey National Group, Report, S. 43.

¹⁶⁰³ Vgl. Ernst & Young, Abbey National, S. 1 f. „Mapeley has taken over the exposure to the excess leasehold liability which, without mitigation, may have totalled as much as £200m over 20 years.“ Ernst & Young, Abbey National, S. 1.

¹⁶⁰⁴ Vgl. Abbey National Group, Report, S. 43; Ernst & Young, Abbey National, S. 1; Louko, Portfolio Outsourcings, S. 77.

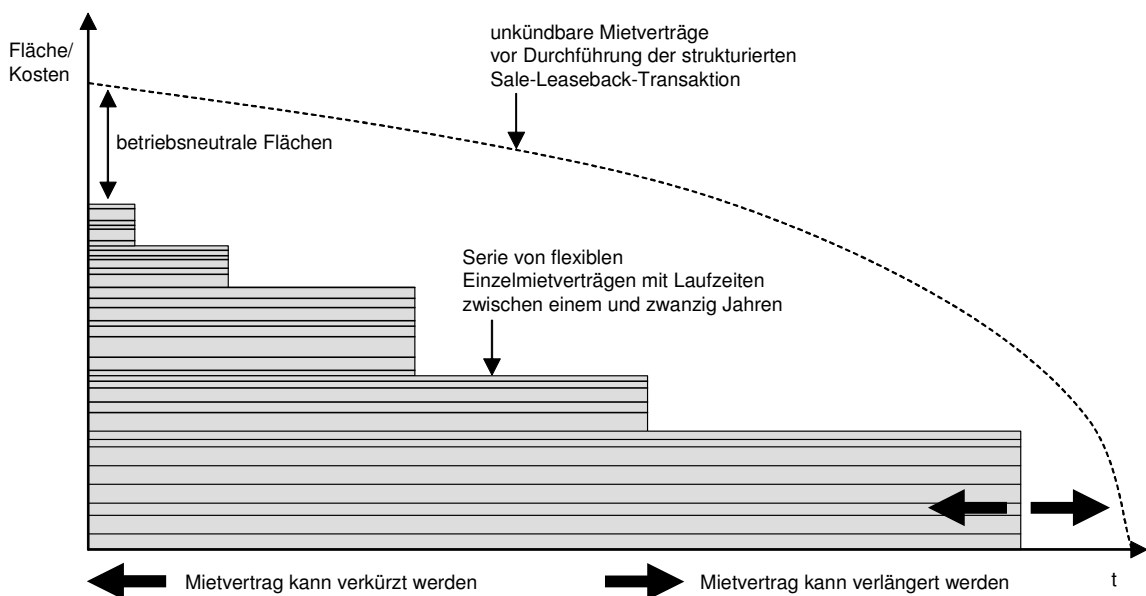
¹⁶⁰⁵ Vgl. Ernst & Young, Abbey National, S. 1; Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 121; Delancey Estates Plc., Mapeley, ohne Seite. Tatsächlich war dem Unternehmen die (Kosten-)Kontrolle über die Facilities Management-Leistungen so wichtig, dass Ende 2001 ein Joint Venture mit dem bereits langfristig beauftragten Facilities Management-Dienstleistungsunternehmen eingegangen wurde. Vgl. Cohen, U-Turn, S. 22.

¹⁶⁰⁶ Vgl. Asson, Real Estate Partnerships, S. 330; Ernst & Young, Abbey National, S. 1.

¹⁶⁰⁷ Vgl. Ernst & Young, Abbey National, S. 1 f.

in future demand.“¹⁶⁰⁸ Abbildung 62 stellt die Transaktionsstruktur mit Einzelmietverträgen für mehr als 1.300 Objekte und die sofortige Trennung von betriebsneutralen Flächen aggregiert dar.

Für jeden Vertrag wurden mit 3 % p.a. indexierte Marktmieten vereinbart.¹⁶⁰⁹ Die Rückmietung der Flächen erfolgte größtenteils mit wesentlich kürzeren Vertragsbindungsdauern als die der übertragenen ursprünglichen Mietverträge,¹⁶¹⁰ woraus die so genannte „primäre“ Flexibilität resultiert.¹⁶¹¹ Darüber hinaus wurde zusätzliche Flexibilität durch Kündigungs- und Verlängerungsoptionen geschaffen, um die Reaktionsfähigkeit auf einen sich verändernden Flächenbedarf zu erhalten.¹⁶¹² Zudem wurden Rückkaufoptionen für Immobilien des ursprünglichen Eigentumsportfolios vereinbart.¹⁶¹³



In Anlehnung an: Ernst & Young, Abbey National, S. 2; Asson, Real Estate Partnerships, S. 331.

Abbildung 62: Flexibilisierung der Immobilienbereitstellung bei Abbey National

Für die Ausübung von Kündigungs- und Verlängerungsoptionen wurde eine Kostenformel vereinbart, die eine sichere Kalkulation der dadurch hervorgerufenen Bereitstellungskosten ermöglicht und das Unternehmen vom Risiko der Immobilienmarktentwicklung befreit.¹⁶¹⁴ Damit wird die Kostentransparenz bzgl. der Bereitstellung von Unternehmensimmobilien größtmöglich gesteigert, da zu jedem Zeitpunkt sowohl die Kosten

¹⁶⁰⁸ Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 21.

¹⁶⁰⁹ Vgl. Lizieri/Ward, "Financial Alchemy", S. 6 und S. 16; Ernst & Young, Abbey National, S. 1.

¹⁶¹⁰ Vgl. Lizieri/Ward, "Financial Alchemy", S. 16.

¹⁶¹¹ Vgl. Ernst & Young, Abbey National, S. 2.

¹⁶¹² Vgl. Ernst & Young, Abbey National, S. 2.

¹⁶¹³ Vgl. Lizieri/Ward, "Financial Alchemy", S. 16.

¹⁶¹⁴ Vgl. Ernst & Young, Abbey National, S. 2.

einer frühzeitigen Räumung als auch die Kosten einer länger dauernden Nutzung genau bemessen werden können. Die Einräumung der Flexibilität wird somit nicht vorab pauschal vergütet, sondern die Kosten entstehen erst bei der Ausübung einer Option für die betreffende Fläche.¹⁶¹⁵ Die Berechnung erfolgt auf Basis eines prozentualen Anteils der betreffenden Miete.¹⁶¹⁶

6.3.2.5 Zusammenfassende Bewertung

Die Property Outsourcing-Transaktion ist insbesondere aufgrund der Übertragung der Mietvertragsverpflichtungen ein Novum. Die Übertragung sämtlicher Mietverpflichtungen erschwert jedoch auch die Bewertung der Transaktion in finanzieller Hinsicht.¹⁶¹⁷ Die erste Mietzahlung belief sich bereits auf 17,5 % des Veräußerungserlöses von 660 Mio. £, so dass die Transaktion kostspielig erscheint.¹⁶¹⁸ Auch die Indexierung der Mietverträge erscheint angesichts der in den letzten Jahren niedrigen Inflationsraten relativ hoch.¹⁶¹⁹

Eine Bewertung kann nur vor dem Hintergrund der Unternehmensstrategie zu erfolgen.¹⁶²⁰ Durch die Übertragung sämtlicher Verfügungsrechte – sowohl Eigentums- als auch Mietflächen – und die umgesetzte Vertragsgestaltung konnte die Flexibilität der Immobilienbereitstellung maximiert werden. Zudem konnten durch die Transaktion Mittel für die Investition in das Kerngeschäft freigesetzt werden.¹⁶²¹ Die Transaktionsstruktur räumt der Bank eine außerordentlich große Flexibilität ein, so dass die Unternehmensstrategie unabhängig von Mietverpflichtungen und Immobilieneigentum entwickelt werden kann.¹⁶²² „The deal marked a sea of change in attitudes to corporate property. For the first time, a blue chip plc had the courage and vision to take a radical approach to the way in which it integrates its property holdings with its business planning.“¹⁶²³ Durch die umgesetzte Struktur mit der Übertragung sämtlicher Verfügungsrechte kann

¹⁶¹⁵ Vgl. Ernst & Young, Abbey National, S. 2.

¹⁶¹⁶ Vgl. Ernst & Young, Abbey National, S. 2.

¹⁶¹⁷ Vgl. Lizieri/Ward, "Financial Alchemy", S. 6.

¹⁶¹⁸ Vgl. Devaney/Lizieri, Capital Market Impacts, S. 121; Lizieri/Ward, "Financial Alchemy", S. 16.

¹⁶¹⁹ Vgl. Lizieri/Ward, "Financial Alchemy", S. 16.

¹⁶²⁰ Vgl. Lizieri/Ward, "Financial Alchemy", S. 16.

¹⁶²¹ „Abbey National were claimed to have made a profit of \$100million on the transaction, while obtaining flexibility in restructuring their corporate property portfolio. Inevitably such claims arouse concerns: 'there's no such thing as a free lunch'. To evaluate the benefits, it is important to examine the rationale for the deal.“ Lizieri/Ward, "Financial Alchemy", S. 7. „The deal generated around £500m of revenue for the bank [...]“ Asson, Real Estate Partnerships, S. 330.

¹⁶²² Vgl. Ernst & Young, Abbey National, S. 1 f.

¹⁶²³ Asson, Real Estate Partnerships, S. 330.

te die Immobilienbereitstellung vollständig restrukturiert und an die strategischen Gegebenheiten angepasst werden.¹⁶²⁴

6.3.3 Bank of America

6.3.3.1 Strategische Ausgangslage

Die Bank of America wuchs zu ihrer heutigen Größe durch eine Reihe von Akquisitionen und Fusionen heran, so dass der ursprüngliche Name NationsBank abgelegt wurde. Die strategische Ausgangslage der Partial-Sale-Leaseback-Transaktion war geprägt von der Integration der verschiedenen Unternehmen und der Umsetzung der mit dem externen Wachstum verfolgten Ziele. Der Phase dieses umfangreichen externen Wachstums folgt nun eine erklärte Phase organischen Wachstums.¹⁶²⁵

Trotz einer Reduktion des Immobilienportfolios zwischen 1999 und 2003 um etwa 10 % stieg der Leerstand innerhalb des Portfolios weiterhin an.¹⁶²⁶ Die zahlreichen Unternehmensakquisitionen hatten das Immobilienportfolio der Bank of America anwachsen lassen, während der Flächenbedarf aufgrund veränderter Rahmenbedingungen und der mit den Akquisitionen angestrebten Einsparungen zurückging und sich zudem qualitativ veränderte.¹⁶²⁷ Im Resultat klappte zwischen Bedarf und Bestand eine Lücke: „[...] we had accumulated a hodge-podge of surplus space and we had no desire to be a landlord.“¹⁶²⁸ Dieser als „Schweizer Käse“ bezeichnete Leerstand bestand aus vielen, kleinen nicht länger genutzten Flächen.¹⁶²⁹ Die Bank hatte zahlreiche Versuche unternommen, überzählige Flächen an Dritte zu vermieten, war dabei jedoch nur teilweise erfolgreich, so dass ein signifikanter Teil der Flächen weiterhin vakant blieb. Die mangelnde Nachfrage war im Wesentlichen auf die B- und C-Lagen der Objekte und die kleinen Einheiten zurückzuführen.¹⁶³⁰ Die Verwertung dieser fragmentierten Überschussflächen wurde durch einen schwachen Markt erschwert.¹⁶³¹ Weiterhin ging mit der Einzelvermietung vieler kleiner Einheiten ein hoher Personalaufwand einher, der in einer geringen Rendite resultierte.¹⁶³² Konventionelle Methoden zur Verwertung dieser Flächen kamen aus diesen Gründen für die Bank nicht mehr in Frage. Der Leerstand

¹⁶²⁴ Vgl. Asson, Real Estate Partnerships, S. 331.

¹⁶²⁵ Vgl. Kadzis, Bank of America's "BIG DEAL", ohne Seite.

¹⁶²⁶ Vgl. Kadzis, Bank of America's "BIG DEAL", ohne Seite.

¹⁶²⁷ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 23; Fitzgerald, Money Management, S. 27; Kadzis, Bank of America's "BIG DEAL", ohne Seite.

¹⁶²⁸ Kadzis, Bank of America's "BIG DEAL", ohne Seite.

¹⁶²⁹ Vgl. Kadzis, Bank of America's "BIG DEAL", ohne Seite.

¹⁶³⁰ Zur Problematik kleinteiliger Vermietungen vgl. auch Woollam, Flexibility, S. 81.

¹⁶³¹ Vgl. Kadzis, Bank of America's "BIG DEAL", ohne Seite.

¹⁶³² Zur Problematik kleinteiliger Vermietungen vgl. auch Woollam, Flexibility, S. 81.

verursachte einen Abfluss von Mitteln in Millionenhöhe, so dass es einer baldigen Lösung des Problems bedurfte.¹⁶³³ Zudem forderte der Finanzvorstand eine Mobilisierung des in betriebsneutralen Immobilien gebundenen Kapitals.¹⁶³⁴

Die Bank of America war für die Verwertung nicht länger betriebsnotwendiger Bankfilialen bereits eine Kooperation mit der American Financial Resource Group (AFRG) eingegangen, so dass eine Zusammenarbeit für die Verwertung betriebsneutraler Büroflächen in Betracht gezogen wurde. Die Verwertung von Teilflächen bedurfte jedoch anders als die Verwertung vollständig leer stehender Filialen eines anderen Ansatzes.¹⁶³⁵

Neben dem Leerstand bestand ein weiteres Problem: Der Flächenbedarf der Unternehmenseinheiten konnte mit dem vorhandenen Bestand nicht gedeckt werden, so dass die Lücke zwischen den qualitativen und quantitativen Flächenbedürfnissen der Geschäftseinheiten und dem Flächenangebot im Eigentumsportfolio noch größer wurde.¹⁶³⁶ Die konventionelle Anmietung von Flächen einer Gruppe dritter Parteien kam zur Deckung dieses Flächenbedarfs nicht in Frage, da der geografisch ausgedehnte Flächenbedarf der Bank nur durch ein fragmentiertes Flächenangebot einer Vielzahl von Immobilieneigentümern hätte gedeckt werden können. Dies wiederum hätte den Abschluss einzelner Mietverträge mit geforderten Mindestvertragslaufzeiten von mehreren Jahren erfordert.¹⁶³⁷ Zudem wären die Probleme des Eigentumsportfolios nach wie vor ungelöst geblieben.

6.3.3.2 Portfoliobildung und Auswahl des Investors

Das zu veräußernde Portfolio umfasste die Immobilien der Bank of America, bezüglich deren Bedarf Unsicherheit bestand oder die bereits leer standen, während langfristig

¹⁶³³ Vgl. Kadzis, Bank of America's "BIG DEAL", ohne Seite.

¹⁶³⁴ Vgl. Kadzis, Bank of America's "BIG DEAL", ohne Seite.

¹⁶³⁵ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 23 f.

¹⁶³⁶ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 23.

¹⁶³⁷ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 23.

betriebsnotwendige Objekte im Eigentum der Bank verblieben sind und auch weiterhin über die Bilanz des Unternehmens finanziert werden sollen.¹⁶³⁸

Wie auch bei der zweiten Portfoliotransaktion der Deutsche Bank AG musste ein Investor gefunden werden, der die Flexibilitätsbedürfnisse der Bank erfüllen kann. Eine geeignete Gesamtlösung bedurfte eines einzigen Eigentümers mit einer vielschichtigen Marktabdeckung und einem großen Immobilienbestand.

Der REIT-Markt wurde als geeignete Lösung für die oben beschriebenen Probleme identifiziert, da durch die einheitliche Bereitstellung durch einen Vermieter die Deckung eines relativ un stetigen und räumlich ausgedehnten Flächenbedarfs gewährleistet werden kann.¹⁶³⁹ Eine Lösung, die es erlaubt, Flächen unter einem Dach-Mietvertrag auszutauschen, wurde bis zu diesem Zeitpunkt noch nicht umgesetzt.¹⁶⁴⁰ Der bislang private American Financial Realty Trust (AFR), ein REIT, der 2002 gegründet wurde und speziell auf die Bedürfnisse des Finanzsektors zugeschnitten ist, bot die optimale Lösung für die Probleme der Bank.¹⁶⁴¹

Durch diesen innovativen Ansatz zur Schließung der Lücke zwischen Immobilienbestand und Immobilienbedarf von Finanzinstitutionen gelang es, eine Win-Win-Situation herbeizuführen. Anders als andere REITs und institutionelle Investoren profitiert AFR von der Möglichkeit, freigezogene Flächen einer höherwertigen Nutzung zuzuführen oder an andere Banken zu vermieten, die eine Expansionsstrategie verfolgen.¹⁶⁴²

¹⁶³⁸ Vgl. Pederson/Wootten, Market Focus, S. 367 f. Robert Patterson, Senior Vice President der Bank of America, vertritt die Meinung, dass Sale-Leaseback-Transaktionen insbesondere dann Sinn machen, wenn bezüglich der zukünftigen Nutzung Unsicherheit und somit ein erhöhtes Verwertungsrisiko besteht. Vgl. Pederson/Wootten, Market Focus, S. 368. „[...] sale/leaseback transactions make sense when the purchaser assumes the risk of unoccupied corporate real estate – transferring real estate risk of current and potentially vacant space during the lease to the purchaser. Bank of America’s recent portfolio sale/leaseback with American Financial Realty Trust included 158 buildings, comprising some 8 million square feet valued at almost US\$800m. The purchaser/investor agreed to take unneeded space at previously negotiated penalties, thus transferring asset risk away from Bank of America immediately upon vacancy.“ Pederson/Wootten, Market Focus, S. 368.

¹⁶³⁹ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 23.

¹⁶⁴⁰ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 23.

¹⁶⁴¹ Vgl. Kadzis, Bank of America’s “BIG DEAL”, ohne Seite; Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 24; Allers, Big New Idea for Banks, S. 224; Smith, Bank-Branch REIT, S. C.1. Chairman dieses REITs ist Lewis Ranieri, der auch als „father of the mortgage-backed“ bezeichnet wird, da er als Leiter der Mortgage Backed Securities and Real Estate-Division bei Salomon Brothers die Bildung des Marktes für Mortgage Backed Securities maßgeblich mitgetragen hat. Vgl. Allers, Big New Idea for Banks, S. 224. Vgl. auch Smith, Bank-Branch REIT, S. C.1.

¹⁶⁴² Vgl. Allers, Big New Idea for Banks, S. 225; Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 26; Smith, Bank-Branch REIT, S. C.1.

6.3.3.3 Transaktionsstruktur

Der American Financial Realty Trust wurde im Juni 2003 am Kapitalmarkt platziert. Mit einem Emissionsvolumen von 804 Mio. US \$ handelte es sich um die größte Börseneinführung im REIT-Sektor seit sechs Jahren und eines der größten IPOs im Jahr 2003 überhaupt.¹⁶⁴³

Die Bank of America veräußerte im Juli 2003 im Rahmen einer Partial-Sale-Leaseback-Transaktion (des so genannten „Big Deal“¹⁶⁴⁴) 158 Immobilien an den American Financial Realty Trust (AFR) und mietete ca. 65 % der Flächen (ca. 480.000 von 750.000 m²) über einen Zeitraum von zwanzig Jahren zurück.¹⁶⁴⁵ Das Transaktionsvolumen betrug ca. 800 Mio. US \$ mit einem geschätzten Mietwert von insgesamt über 2 Mrd. US \$, womit diese Transaktion zu den größten Sale-Leaseback-Transaktionen zu rechnen ist, die jemals umgesetzt wurden.¹⁶⁴⁶ Bestandteil dieser Desinvestition waren – wie oben bereits erwähnt – nicht nur Flächen, die von der Bank weiterhin genutzt werden, sondern auch ungenutzte oder an dritte Parteien vermietete Flächen, so dass die Bank sich in erheblichem Ausmaß von leer stehenden Flächen trennte.¹⁶⁴⁷ Das Portfolio war nicht nur bezüglich der zukünftigen Nutzung durch die Bank of America relativ heterogen, sondern auch in Bezug auf die Immobilien, die von sehr großen Büroimmobilien bis zu kleinen Filialen reichten.¹⁶⁴⁸

6.3.3.4 Vertragsgestaltung

Die Rückmietung der Flächen erfolgte durch Mietverträge unter einem einzigen Mietvertrag mit AFR als dem einzigen Vermieter. Es wurden ein Mietzahlungsformat für alle Teilmietverträge, jedoch auch zahlreiche Optionen vereinbart. Diese umfassten Möglichkeiten der fristlosen Kündigung von Mietverträgen, der Freiziehung von Teilflächen und des Tauschs von Flächen. Diese Flexibilität zum Flächentausch oder zur Freiziehung umfasst sämtliche Immobilien im Eigentum von AFR und kann zu einem vertraglich festgelegten Preis in Anspruch genommen werden.¹⁶⁴⁹ Zudem wurden Anschlussmieten für Mietvertragsverlängerungsoptionen vereinbart. Diese Kombination von Ver-

¹⁶⁴³ Vgl. Allers, Big New Idea for Banks, S. 224.

¹⁶⁴⁴ Vgl. CoreNet Global, Global Innovator's Awards, ohne Seite.

¹⁶⁴⁵ Vgl. Kadzis, Bank of America's "BIG DEAL", ohne Seite; Allers, Big New Idea for Banks, S. 225; CoreNet Global, Global Innovator's Awards, ohne Seite.

¹⁶⁴⁶ Vgl. Pederson/Wootten, Market Focus, S. 368; Allers, Big New Idea for Banks, S. 225; CoreNet Global, Global Innovator's Awards, ohne Seite; Hudgins, Fear of Commitment, S. 48.

¹⁶⁴⁷ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 22.

¹⁶⁴⁸ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 24.

¹⁶⁴⁹ Vgl. Pederson/Wootten, Market Focus, S. 368; Hudgins, Fear of Commitment, S. 48.

tragsbestandteilen räumt der Bank of America eine bis zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses auch in den USA beispiellose Flexibilität ein und stellt somit eine Innovation dar.¹⁶⁵⁰ Im Gegenzug verpflichtete sich die Bank, ein bestimmtes Flächenvolumen, das innerhalb des Gesamtbestands frei gewählt werden kann, für einen festgelegten Zeitraum anzumieten, so dass dem Investor eine bestimmte Rendite garantiert ist.¹⁶⁵¹ Potenziale zur Steigerung der Rendite ergeben sich aus dem effektiven Management der ungenutzten Flächen.¹⁶⁵²

6.3.3.5 Zusammenfassende Bewertung

Die Bank of America konnte durch diese Transaktion innerhalb der angemieteten Flächen eine außerordentliche Flexibilität erreichen und dennoch durch langfristige Verlängerungsoptionen die Kontrolle über die Flächen beibehalten.¹⁶⁵³ Durch die Transaktion ließen sich die Kosten der Immobilienbereitstellung senken. Dies ist insbesondere darauf zurückzuführen, dass Flächenleerstand für die Bank vollständig eliminiert und an einen professionellen Immobilieninvestor übertragen wurde, der die Betriebskosten für leer stehende Flächen trägt.¹⁶⁵⁴ Die Transaktion gewährleistet zudem Preissicherheit, Transparenz und Vorzugsrechte. Weiterhin wurde das Immobilienmanagement erheblich erleichtert, insbesondere da eine Flächenreduktion sofort umgesetzt werden konnte.¹⁶⁵⁵

Die Transaktionsstruktur konnte das Dilemma zwischen der Langfristigkeit und Rigidität der Immobilie als Wirtschaftsgut und der Kurzlebigkeit strategischer Pläne lösen und kann somit als geeignete Exit-Strategie bezeichnet werden.¹⁶⁵⁶ Durch die Möglichkeit des Flächentauschs kann besser auf eine Veränderung der Flächenbedürfnisse der Geschäftsbereiche reagiert werden. Voraussetzung für den Erfolg solcher Transaktionen, die hohen Flexibilitätsanforderungen genügen müssen, ist eine ausreichende Größe des Bestands, so dass Bewegungen innerhalb dieses möglich sind.¹⁶⁵⁷

¹⁶⁵⁰ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 24.

¹⁶⁵¹ Vgl. Pederson/Wooten, Market Focus, S. 368 f.; Hudgins, Fear of Commitment, S. 48. „Bank of America committed to millions of square feet, but there is flexibility at the individual site level for them[...]“. Hudgins, Fear of Commitment, S. 48.

¹⁶⁵² Vgl. Pederson/Wooten, Market Focus, S. 369.

¹⁶⁵³ Vgl. Kadzis, Bank of America's "BIG DEAL", ohne Seite.

¹⁶⁵⁴ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 25.

¹⁶⁵⁵ Vgl. Kadzis, Bank of America's "BIG DEAL", ohne Seite.

¹⁶⁵⁶ Vgl. Kadzis, Bank of America's "BIG DEAL", ohne Seite.

¹⁶⁵⁷ Vgl. Fitzpatrick et al., Asset Management & Portfolio Optimization, S. 27.

6.4 Zusammenfassung

Strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen erlauben gegenüber langfristig orientierten, klassischen Sale-Leaseback-Transaktionen eine Flexibilisierung der Immobilienbereitstellung. Zudem kann durch so genannte „partial sale-leasebacks“ eine gleichzeitige Trennung von bereits leer stehenden Flächen erfolgen. Zur Erzielung von Flexibilität bestehen grundsätzlich zwei Möglichkeiten: die Vereinbarung kurzfristiger Verträge mit Verlängerungsoptionen oder die Vereinbarung längerfristiger Verträge mit Kündigungsoptionen. Zudem können Mietverträge auf der Ebene einzelner Stockwerke oder Objekte sowie auf der Ebene von Sub-Portfolios oder des gesamten veräußerten Bestands vereinbart werden. Neben der Flexibilisierung kommt der Sicherung der Verfügbarkeit von Flächen eine wesentliche Bedeutung zu. Des Weiteren kann durch Mietanpassungsvereinbarungen die Miethöhe – auch für Mietverlängerungsoptionen – langfristig gesichert werden.

Der Flexibilisierung im Rahmen von Portfoliotransaktionen sind jedoch Grenzen gesetzt. Optionen bedeuten für den Investor eine Einschränkung seiner Anlage- und Wertschöpfungsstrategie. Infolgedessen wirken sich Optionen auf den Veräußerungserlös und somit auf die Wirtschaftlichkeit einer Sale-Leaseback-Transaktion für das veräußernde Unternehmen aus.

Im Rahmen strukturierter Sale-Leaseback-Transaktionen sind zahlreiche weitere Vertragskomponenten zu beachten, die festlegen, inwiefern eine Trennung des ehemaligen Eigentümers von den Eigentümersrisiken stattfindet. Weiterhin verbessern Haftungs- und Gewährleistungsregelungen, Generalmietverträge und Cashflow-Besicherungsinstrumente wie bspw. Patronatsgarantien die Refinanzierungsmöglichkeiten des Investors, da sie zur Begrenzung von Risiken beitragen.

Die Auswahl potenzieller Investoren hängt maßgeblich von der angestrebten Flexibilität, der Sicherheit der Zahlungsströme und der Qualität der Immobilien ab. Meist kommen für strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen nur opportunistische und strategische Investoren in Betracht, da die Investitionskriterien institutioneller Anleger und Leasinggesellschaften nicht erfüllt werden können. Auch Opportunity Funds kommen für flexible Verträge auf Portfolioebene nicht in Frage, da diese Vereinbarungen kurzfristige Weiterveräußerungen nicht erlauben.

Die Preisfindung findet in der Praxis hauptsächlich auf Basis von Discounted Cashflow-Modellen statt. Je größer der Bedarf für Flexibilität jedoch wird, desto weniger ist dieses Verfahren für die Bewertung strukturierter Sale-Leaseback-Transaktionen geeignet.

net. Verfahren der Bewertung von Realoptionen können dem Bewertungsproblem der Flexibilität besser begegnen, wobei sich lediglich Verfahren eignen, die der Komplexität der Rahmenbedingungen gerecht werden; als besonders geeignete Methode konnte die Simulation identifiziert werden. Die Ermittlung möglicher Transaktionspreise kann auf Basis eines zweistufigen Verfahrens erfolgen, indem die Netto-Einkommensströme aus Investorensicht und separat der Wert der dem Nutzer eingeräumten Optionen ermittelt wird, welcher anschließend vom Basiswert zu subtrahieren ist.

Drei Fallstudien konnten die Bandbreite der Möglichkeiten aufzeigen, die strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen eröffnen. Die dargestellten Transaktionen unterscheiden sich insbesondere durch die Auswahl der desinvestierten Immobilien. Während die Deutsche Bank AG die Veräußerung relativ homogener Sub-Portfolios und somit eine Ausrichtung an bestimmten Investorengruppen vorzog, veräußerte das Finanzdienstleistungsunternehmen Abbey National sämtliche Immobilien und trennte sich gleichzeitig auch von sämtlichen Mietvertragsverpflichtungen, um das gesamte Immobilienportfolio dem zukünftigen Bedarf anzupassen. Die Bank of America dagegen veräußerte nur Immobilien, die bezüglich der zukünftigen Nutzung Unsicherheiten aufweisen. Bezüglich der Investoren unterscheiden sich die Transaktionen weniger stark. Während das erste Portfolio der Deutsche Bank AG an einen opportunistischen Investor veräußert wurde und keine weitreichende Flexibilität aufwies, wurden alle anderen Portfolios an tendenziell strategisch orientierte, börsennotierte Immobilienunternehmen veräußert, die einerseits teilweise von sicheren Cashflows profitieren können, während sich Potenziale für eine Steigerung der Rendite aus dem aktiven Management freigezogener Immobilien ergeben. Sämtliche betrachteten Transaktionen weisen einen hohen Innovationsgrad auf, der vor wenigen Jahren nicht erreichbar gewesen wäre. Mit der Entwicklung kapitalmarktorientierter Produkte wie Real Estate Investment Trusts sowie Verbriefungen immobilienbezogener Cashflows und Risiken werden die Möglichkeiten für Partnerschaften zwischen Non-Property und Property Companies wachsen.

7 Zusammenfassung und Ausblick

Zielsetzung der vorliegenden Arbeit war es, ein Entscheidungskonzept zu entwickeln, das die Anpassung der Immobilienbereitstellungsstrategie an die strategischen und finanzwirtschaftlichen Erfordernisse des Unternehmens unterstützt. Der Bedarf für ein solches Konzept erwächst aus der Notwendigkeit, in Immobilien gebundenes Kapital freizusetzen und den Immobilienbestand an Flexibilitätserfordernisse anzupassen, die aus dem zunehmend kürzeren Horizont der strategischen Unternehmensplanung resultieren.

Empirische Untersuchungen über die langfristige Total Return-Performance börsennotierter Unternehmen mit unterschiedlich hoher Immobilienkonzentration belegen, dass eine übermäßige Kapitalbindung in Immobilien sich negativ auf den Marktwert des Eigenkapitals auswirken kann. Auch Kapitalmarktreaktionen auf Ankündigungen von Sale-Leaseback- und anderen immobilienbezogenen Desinvestitionstransaktionen zeigen, dass Kapitalmarktakteure eine Restrukturierung der Immobilienbereitstellung überwiegend positiv beurteilen. Um jedoch die Umsetzung von Bereitstellungsstrategien zu vermeiden, die mittel- bis langfristig zu einer Vernichtung des Kapitals der Anteilseigner führen, bedarf es einer an der Unternehmensstrategie orientierten Herleitung des zukünftigen Bedarfs, an dem die Transaktionen in erster Linie auszurichten sind. Erst wenn diesbezüglich Klarheit besteht, kann eine Überprüfung der Vorteilhaftigkeit in finanzwirtschaftlicher Hinsicht zu langfristig vorteilhaften Ergebnisse führen.

Auf Basis des erarbeiteten Corporate Real Estate Portfoliomanagement-Konzeptes kann eine Optimierung der Immobilienbereitstellung erfolgen, die sich am zukünftigen Bedarf der Unternehmenseinheiten orientiert. Der Prozess des Corporate Real Estate Portfoliomanagements besteht aus vier Komponenten: der Ableitung der Immobilienstrategie aus der Unternehmensstrategie, der Bestands- und Bedarfsanalyse sowie der Optimierungsanalyse, in der Bestands- und Bedarfsanalyse zusammenfließen. Auf Basis verschiedener Instrumente der Bestands-, Bedarfs- und Optimierungsanalyse können an der Unternehmensstrategie ausgerichtete Verfügungsrechte abgeleitet werden, die das notwendige Maß an Flexibilität einräumen, da im Ergebnis für jedes Objekt des Bestands die Dauer und Sicherheit der zukünftigen Nutzung und somit die Notwendigkeit einer Flexibilisierung abgeleitet werden. Die Überprüfung von Potenzialen zur Steigerung der Effizienz und Funktionalität des Immobilienportfolios – sei es durch neue Arbeitsplatzkonzepte, Modernisierungen oder Standortkonsolidierungen – und zur Wertsteigerung der Immobilien durch die Zuführung zu alternativen Nutzungen gewähr-

leistet zudem, dass das Immobilienvermögen den größtmöglichen Beitrag zum Unternehmenswert leistet.

Die Bewertung und Umsetzung von Optimierungsmaßnahmen auf Ebene einzelner Objekte oder Cluster von Immobilien, die zu einer Anpassung des Bestands an den Bedarf führen, sind Gegenstand des Corporate Real Estate Asset Managements. Eine wesentliche Optimierungsmaßnahme ist die Desinvestition von Unternehmensimmobilien. Diese kann in Form einer aktiven oder passiven Verwertung betriebsneutraler Immobilien und in Form der Veräußerung und Rückanmietung betriebsnotwendiger Immobilien erfolgen. Die Vorteilhaftigkeit der jeweiligen Strategien ist im Rahmen einer kapitalmarktorientierten Bewertung zu bestimmen. Die Wahl eines adäquaten Diskontierungsfaktors bemisst sich nach den Rahmenbedingungen der Desinvestition. Sofern die Bereitstellung durch Eigentum Opportunitätskosten verursacht, empfiehlt es sich, anstelle der immobilienpezifischen Kapitalkosten die Kapitalkosten des Unternehmens oder dessen Hurdle Rate für die Bewertung der Bereitstellung durch Eigentum heranzuziehen. Dies gilt insbesondere, wenn der Wert des Immobilienvermögens sich nicht im Marktwert des Unternehmens widerspiegelt. Denkbar ist auch ein Diskontierungsfaktor, der die Unsicherheit der zukünftigen Nutzung der betreffenden Immobilie berücksichtigt, so dass die Bereitstellung durch Anmietung mit wachsender Unsicherheit des Bedarfs an Bedeutung gewinnt.

Die Möglichkeiten der Desinvestition reichen von der Veräußerung einzelner Grundstücke an private Investoren bis zur Auflage von Immobilienfonds für institutionelle Investoren und die Börseneinführung von Immobilien-Tochtergesellschaften. Die Auswahl der Transaktionsform und die Zusammenstellung von Immobilien zu Paketen bemessen sich im Wesentlichen nach den Anlagestrategien potenzieller Investoren. Daher wurden die Investitionsstrategien in Bezug auf die Cashflow-Struktur von Immobilieninvestitionen kategorisiert und anschließend relevanten Marktteilnehmern zugeordnet. Die Strukturierung von Angeboten – insbesondere Immobilienpaketen – erfolgt ebenfalls anhand der Anlagestrategien.

Insbesondere strukturierte Sale-Leaseback-Transaktionen können eine Flexibilisierung der Immobilienbereitstellung herbeiführen, da sie nicht nur die Vereinbarung flexibler Mietvertragslaufzeiten, sondern auch Flexibilität bezüglich der zukünftig zu nutzenden Flächen erlauben. Ein besonderes Problem resultiert aus der Bewertung dieses hohen Maßes an Flexibilität. Zur Ermittlung des Transaktionswertes wird eine zweistufige Vorgehensweise vorgeschlagen. Der Basiswert der Transaktion ist mittels einer Barwertberechnung zu ermitteln, die etwaige eingeräumte Optionen unberücksichtigt lässt, da

diese in einem zweiten Schritt bewertet und vom Basiswert subtrahiert werden. Zur Bewertung von Mietvertragsoptionen, die nicht nur von der Mietentwicklung, sondern insbesondere auch von der strategischen Entwicklung des nutzenden Unternehmens abhängig sind, bietet sich ein Simulationsverfahren an, das der Komplexität derartiger Transaktionen am ehesten gerecht wird.

Drei Fallstudien innovativer strukturierter Sale-Leaseback-Transaktionen konnten aufzeigen, dass die im Rahmen der Arbeit dargestellten Möglichkeiten der Desinvestition und Flexibilisierung keineswegs nur theoretische Konstrukte sind. Zudem konnte der Bedarf für eine Restrukturierung und Flexibilisierung verdeutlicht werden.

Das Monetarisierungspotenzial innerhalb deutscher Unternehmen ist weiterhin hoch. Mit dem Erfolg bereits durchgeführter Transaktionen und der nachgewiesenen Vorteilhaftigkeit für beide Transaktionsparteien – desinvestierende Non-Property Company und investierende Property Company – steigt die Bereitschaft von Unternehmen, den Schritt von einer überwiegenden Eigenkapitalfinanzierung zu einer Bereitstellung und Bewirtschaftung durch Dritte zu gehen. Die konsequente Monetarisierung des Immobilieneigentums wurde bislang nur von sehr wenigen Unternehmen umgesetzt; das Outsourcing des Immobilieneigentums und der -bewirtschaftung wird sich jedoch durchsetzen. Branchenspezifische Benchmarks könnten die Beurteilung der Performance des Corporate Real Estate Portfoliomanagements wesentlich verbessern und Unternehmen innovative Möglichkeiten der Bereitstellung aufzeigen.

Mit den zunehmenden Refinanzierungsmöglichkeiten deutscher Immobilienunternehmen und der Einführung von REITs könnten deutsche Gesellschaften die Kapitalkraft erlangen, den wachsenden Corporate Real Estate-Markt wie ihre britischen und amerikanischen Wettbewerber für ihren eigenen Erfolg zu nutzen. Es bleibt abzuwarten, ob Property Outsourcing-Konzepte, die über die Desinvestition von Immobilien hinausgehen, sich durchsetzen werden. Bei der Gestaltung dieser Property Outsourcing-Lösungen besteht inzwischen ein Erfahrungsschatz, der eine Modularisierung einzelner Komponenten und deren effiziente Preisfindung ermöglicht.¹⁶⁵⁸ Bezüglich letzterer bedarf es jedoch nun empirischer Forschung, um Risiken besser quantifizieren zu können. Weiterhin wäre eine empirische Untersuchung der Entwicklung von Mietvertragslaufzeiten und -strukturen in Deutschland und Kontinentaleuropa von großem Interesse, da diese Aufschluss über die wachsenden Flexibilitätserfordernisse von Immobiliennutzern geben könnte.

¹⁶⁵⁸ Vgl. Thomas, Outsourcing, S. 6.

Literaturverzeichnis

- Abbey National Group** (*Report*): The Abbey National Group Directors' Report and Accounts 2000, London 2001.
- Acoba, Francisco J./Foster, Scott P.** (*Aligning Corporate Real Estate*): Aligning corporate real estate with evolving corporate missions: Process-based management models, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 5, No. 2, 2003, S. 143-164.
- Adams, Andrew T./Booth, Philip/MacGregor, Bryan** (*Option Pricing*): Lease Terms, Option Pricing and the Financial Characteristics of Property, City University Business School, London, Real Estate Finance and Investment Research Paper # 2001.02, London 2001.
- Adams, Andrew T./Clarke, Richard T.** (*Stock Market Reactions*): Stock market reactions to sale and leaseback announcements in the UK, in: Journal of Property Research, Vol. 13, No. 1, 1996, S. 31-46.
- Adkison, Jeff** (*Corporate Real Estate*): Corporate real estate under siege?, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 2, No. 1, 1999, S. 68-74.
- Aengevelt, Lutz** (*Paketverkäufe*): Paketverkäufe in Deutschland: klare Verfahrensspielregeln für erfolgreiche Platzierung erforderlich, in: Eggert, Thomas/Hülsbömer, André (Hrsg.): Jahrbuch Corporate Real Estate 2004, Frankfurt 2004, S. 26-28.
- Allard, Lucy E./Barber, Christine** (*Aligning Real Estate*): Challenges and opportunities in aligning real estate and the workplace with business strategy: A survey of leading CEOs, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 5, No. 3, 2003, S. 213-220.
- Allen, Marcus T./Rutherford, Ronald C./Springer, Thomas M.** (*Wealth Effects*): The Wealth Effects of Corporate Real Estate Leasing, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 8, No. 4, 1993, S. 567-578.
- Allen, Thomas J.** (*Architecture and Communication*): Architecture and Communication Among Product Development Engineers, Sloan School of Management at the Massachusetts Institute of Technology - The International Center for Research on the Management of Technology, Working Paper # 165-97, Sloan Working Paper # 3983, Cambridge 1997.
- Allers, Kimberly L.** (*Big New Idea for Banks*): A street pioneer strikes again - Lewis Ranieri is back with a new company, a bigtime IPO, and a big new idea for banks, in: Fortune, Vol. 148, No. 8, 2003, S. 224-225.
- Allers, Kimberly L.** (*New Kind of REIT*): A new kind of REIT stuff, in: Fortune, Vol. 148, No. 8, 2003, S. 226.
- Alli, Kasim L./Ramirez, Gabriel G./Yung, Kenneth** (*Headquarters Relocation*): Corporate Headquarters Relocation: Evidence from the Capital Markets, in: Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 19, No. 4, 1991, S. 583-599.
- Almond, Nigel/Elliott, Lee/Foxley, Sue** (*Irrational Exuberance*): Irrational exuberance: The impact of occupier space on the London office market, Paper presented at the European Real Estate Society Conference, Helsinki 2003.
- Alvayay, Jamie R./Rutherford, Ronald C./Smith, William S.** (*Sale and Leaseback*): Tax Rules and the Sale and Leaseback of Corporate Real Estate, in: Real Estate Economics, Vol. 23, No. 2, 1995, S. 207-238.

- Ambrose, Brent W./Highfield, Michael J./Linneman, Peter D.** (*Economies of Scale*): Real Estate and Economies of Scale: The Case of REITs, in: Real Estate Economics, Vol. 33, No. 2, 2005, S. 323-350.
- Ambrose, Brent William** (*Takeover*): Corporate Real Estate's Impact on the Takeover Market, in: Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 3, No. 4, 1990, S. 307-322.
- Amlung, Bernd** (*Zielgerichtete Strukturierung*): Zielgerichtete Strukturierung von Veräußerungen eigengenutzter Immobilien, Vortrag im Rahmen der IIR Fachkonferenz "An- und Verkauf von Immobilienpaketen: Voraussetzungen für den erfolgreichen Deal", Düsseldorf 2004.
- Amram, Martha/Kulatilaka, Nalin** (*Real Options*): Real options: Managing Strategic Investment in an Uncertain World, Boston 1998.
- Andersen, Sven/Schede, Christian** (*Deutsche Bank*): Die Deutsche Bank geht neue Wege, um ihren künftigen Flächenbedarf zu steuern, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 156, 08.07.2005, S. 43.
- Ansoff, H. Igor/Declerck, Roger P./Hayes, Robert L.** (*Strategic Management*): From Strategic Planning to Strategic Management, in: Ansoff, H. Igor/Declerck, Roger P./Hayes, Robert L. (Hrsg.): From Strategic Planning to Strategic Management, London et al. 1976, S. 39-78.
- Apgar, Mahlon IV.** (*Deconcentration*): Deconcentration: A Strategic Imperative in Corporate Real Estate, in: Real Estate Issues, Vol. 27, No. 3/4, zugleich: Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 8, No. 4, 2002, S. 50-60.
- Apgar, Mahlon IV.** (*Managing Real Estate*): Managing Real Estate to Build Value, in: Harvard Business Review, Vol. 73, No. 6, 1995, S. 162-179.
- Apgar, Mahlon IV.** (*Real Estate Strategy*): Real Estate Strategy: Oxymoron or Opportunity, in: Harvard Business Review, Vol. 71, No. 3, 1993, S. 126.
- Apgar, Mahlon IV.** (*Strategic Role*): The Strategic Role of Real Estate, Corporate Real Estate Executive, May 1995, S. 20-21 und 23.
- Archner, Gernot** (*Marktwerte*): Marktwerte statt Buchwerte, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 211, 10.09.2004, S. 43.
- Arend, Mark** (*Automating*): Automating the Gazelle, in: Site Selection, Vol. 43, No. 3, 1998, S. 488-490.
- Arend, Mark** (*Competitive Advantage*): Leadership Forum Explores CRE's Role in Fostering Competitive Advantage, in: Site Selection, Vol. 45, No. 1, 2000, S. 72-78.
- Arend, Mark** (*Portfolio Management Model*): Industry Alliance Hammers Out A New Portfolio Management Model, in: Site Selection, Vol. 45, No. 2, 2000, S. 218-223.
- Arend, Mark** (*Portfolio Structuring*): Forum Broadens Notions of Portfolio Structuring, "Real Value", in: Site Selection, Vol. 46, No. 3, 2001, S. 260-262.
- Arend, Mark** (*Space Demand Forecasting*): The New Science of Space Demand Forecasting, in: Site Selection, Vol. 45, No. 4, 2000, S. 673-675.
- Arthur Andersen** (*Comment Letter*): Comment Letter on Discussion Paper "Leases: Implementation of a New Approach", o.O., 2000.
- Arthur Andersen/European Business School** (*Steuerung von Immobilien-Gesellschaften*): Steuerung von Immobilien-Gesellschaften nach dem Shareholder Value-Konzept, Eschborn 1999.

- Asson, Tim** (*Real Estate Partnerships*): Real estate partnerships - A new approach to corporate real estate outsourcing, in: *Journal of Corporate Real Estate*, Vol. 4, No. 4, 2002, S. 327-333.
- Audit Commission** (*Hot Property*): *Hot Property: Getting the Best from Local Authority Assets*, London 2000.
- Avis, Martin/Dent, Peter** (*Surplus Property*): The strategic management of surplus property in the NHS, in: *Property Management*, Vol. 22, No. 4, 2004, S. 304-317.
- Avis, Martin/Gibson, Virginia A.** (*Real Estate Resource Management*): *Real Estate Resource Management*, Reading 1995.
- Ball, Jay N./Rutherford, Ronald C./Shaw, Ron J.** (*Real Estate Spin-Offs*): The Wealth Effects of Real Estate Spin-Offs, in: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 8, No. 4, 1993, S. 597-606.
- Bamberg, Günter/Coenenberg, Adolf Gerhard** (*Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre*): *Betriebswirtschaftliche Entscheidungslehre*, 10., überarb. und erw. Aufl., München 2000.
- Barkham, Richard J./Ward, Charles W. R.** (*Discount*): Investor Sentiment and Noise Traders: Discount to Net Asset Value in Listed Property Companies in the U.K., in: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 18, No. 2, 1999, S. 291-312.
- Barovick, Barry/Steele, Chris** (*Decision Process*): The location and site selection decision process: Meeting the strategic and tactical needs of the users of corporate real estate, in: *Journal of Corporate Real Estate*, Vol. 3, No. 4, 2001, S. 356-362.
- Barris, Roger** (*Sale-Leasebacks*): Sale-leasebacks move to the forefront: What is motivating buyers and sellers and what are their preferred methods?, in: *Briefings in Real Estate Finance*, Vol. 2, No. 2, 2002, S. 103-112.
- Baumunk, Henrik** (*IAS 40*): *Anlageimmobilien (IAS 40)*, in: Weber, Ernst/Baumunk, Henrik (Hrsg.): *IFRS Immobilien - Praxiskommentar der wesentlichen immobilienrelevanten International Financial Reporting Standards*, München/Unterschleißheim 2005, S. 71-97.
- Baumunk, Henrik/Böckem, Hanne/Schurbohm-Ebneth, Anne** (*Bilanzierung*): Die Bilanzierung von Immobilien nach International Accounting Standards, in: *Grundstücksmarkt und Grundstückswert*, 13. Jg., Nr. 6, 2002, S. 354-361.
- Baumunk, Henrik/Schröder, Detmar** (*IAS 2*): *Immobilien des Vorratsvermögens (IAS 2)*, in: Weber, Ernst/Baumunk, Henrik (Hrsg.): *IFRS Immobilien - Praxiskommentar der wesentlichen immobilienrelevanten International Financial Reporting Standards*, München/Unterschleißheim 2005, S. 35-48.
- Bea, Franz X./Haas, Jürgen** (*Strategisches Management*): *Strategisches Management*, Stuttgart/Jena 1995.
- Beattie, Vivien/Edwards, Keith/Goodacre, Alan** (*Impact*): The impact of constructive operating lease capitalisation on key accounting ratios, in: *Accounting & Business Research*, Vol. 28, No. 4, 1998, S. 233-254.
- Beattie, Vivien/Goodacre, Alan/Thomson, Sarah** (*Recognition*): Recognition versus Disclosure: An Investigation of the Impact on Equity Risk Using UK Operating Lease Disclosures, in: *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 27, No. 9/10, 2000, S. 1185-1224.

- Beck, Heiko/Droste, Klaus/Zoller, Edgar** (*Ausbau des deutschen Immobilien-Investmentmarktes*): Ausbau des deutschen Immobilien-Investmentmarktes zur europäischen Marktführerschaft, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 57. Jg., Nr. 4, 2004, S. 192-195.
- Becker, Franklin** (*Infrastructure on-demand*): Beyond alternative officing: Infrastructure on-demand, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 1, No. 2, 1999, S. 154-168.
- Becker, Franklin** (*Integrated Portfolio Strategies*): Integrated portfolio strategies for dynamic organizations, in: Facilities, Vol. 21, No. 11/12, 2003, S. 289-298.
- Becker, Franklin/Joroff, Michael/Stotz, David J.** (*Lean Portfolio*): Manufacturing and the Lean Portfolio, IDRC Research Series Report No. 54, Norcross 1997.
- Becker, Franklin/Pearce, Arthur** (*Financial Implications*): A Balanced Real Estate and Human Resource Model for Assessing the Financial Implications of Large Scale Real Estate Decisions, The International Workplace Studies Program (IWSP), College of Human Ecology, Cornell University, Ithaca 2003.
- Becker, Franklin/Pearce, Arthur** (*Human Resource Factors*): Considering corporate real estate and human resource factors in an integrated cost model, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 5, No. 3, 2003, S. 221-241.
- Becker, Franklin/Sims, William** (*Managing Uncertainty*): Managing Uncertainty: Integrated Portfolio Strategies for Dynamic Organizations, The International Workplace Studies Program (IWSP), College of Human Ecology, Cornell University, Ithaca 2000.
- Beinhocker, Eric D.** (*Robust Adaptive Strategies*): Robust Adaptive Strategies, in: Sloan Management Review, Vol. 40, No. 3, 1999, S. 95-106.
- Benjamin, John D./de la Torre, Chris/Musumeci, Jim** (*Leasing versus Owning*): Rationales for Real Estate Leasing versus Owning, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 15, No. 3, 1998, S. 223-237.
- Beyersdorff, Markus/Langner, Matthias** (*Verwertungsstrategien*): Kommunales Immobilienmanagement, Teil 10: Verwertungsstrategien - Die nicht mehr notwendigen Immobilien identifizieren, in: Immobilien Zeitung, Nr. 6, 13.03.2003, S. 10.
- Bhabra, Harjeet S./Lel, Ugur/Tirtiroglu, Dogan** (*Business Relocations*): Stock Market's Reaction To Business Relocations: Canadian Evidence, in: Canadian Journal of Administrative Sciences, Vol. 19, No. 4, 2002, S. 346-358.
- Bickart, Torsten** (*Finanzierung*): Finanzierung von gewerblichen Immobilienportfolios, Vortrag im Rahmen des Fach-Dialog Praxis "Immobilienportfolioinvestments: Kaufen - Halten - Handeln", München 2004.
- Binder, Stephen** (*Rationalise*): What would you do? "Rationalise our real estate portfolio", in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 1, No. 1, 1998, S. 85-87.
- Binzel, Peggy** (*Space Needs*): Corporate Strategies: As Downsizing Continues, Users Redefine Their Space Needs, in: Real Estate Forum, Vol. 57, No. 12, 2002, S. 102.
- Black, Fischer/Scholes, Myron** (*Pricing*): The Pricing of Options and Corporate Liabilities, in: Journal of Political Economy, Vol. 81, No. 3, 1973, S. 637-654.
- Bloch, Bruce M.** (*Merger Preparation*): Merger preparation: A key to proactive CRE management, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 2, No. 1, 1999, S. 11-18.

- Böckem, Hanne/Schurbohm, Anne** (*Klassifizierung*): Klassifizierung von Immobilien, in: Weber, Ernst/Baumunk, Henrik (Hrsg.): IFRS Immobilien - Praxiskommentar der wesentlichen immobilienrelevanten International Financial Reporting Standards, München/Unterschleißheim 2005, S. 5-22.
- Böhmer, Ekkehart/Löffler, Yvonne** (*Kursrelevante Ereignisse*): Kursrelevante Ereignisse bei Unternehmensübernahmen: Eine empirische Analyse des deutschen Kapitalmarktes, in: Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, 51. Jg., Nr. 4, 1999, S. 299-324.
- Bomba, Tom** (*Corporate Real Estate Portfolio Management*): The Alliance Program: Establishing a new knowledge base on the corporate real estate portfolio management competency, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 2, No. 2, 2000, S. 103-112.
- Bomba, Tom** (*Right Space*): The Right Space at the Right Time: Using Duration Matching and Flexibility Layering To Manage Real Estate Risk, Jones Lang LaSalle Current Perspectives, San Francisco, o.J.
- Bomba, Tom/McMahan, John** (*Portfolio Alliance*): Corporate Real Estate Portfolio Alliance Executive Report on Research Findings, San Francisco 1999.
- Bomba, Tom/Samuells, Jennifer** (*Labor-Based Portfolio Strategy*): The Labor-Based Portfolio Strategy, Jones Lang LaSalle Current Perspectives, San Francisco 2004.
- Bon, Ranko** (*Corporate Real Estate Management*): Corporate real estate management, in: Facilities, Vol. 10, No. 12, 1992, S. 13-17.
- Bon, Ranko** (*Principles*): Ten Principles of Corporate Real Estate Management, in: Facilities, Vol. 12, No. 5, 1994, S. 9-10.
- Bon, Ranko** (*Real Property Portfolio Management*): Real property portfolio management or what the client of building services needs to do to ensure satisfactory building performance, in: Bezelga, Artur /Brandon, Peter (Hrsg.): Management, Quality and Economics in Building: Transactions of the European Symposium on Management, Quality and Economics in Housing and other Building Sectors held in Lisbon, 30 September - 4 October 1991, London et al. 1991, S. 1001-1010.
- Bon, Ranko** (*Immobilienstrategien*): Unternehmens- und Immobilienstrategien, in: Harden, Heinrich/Kahlen, Hans (Hrsg.): Planen, Bauen, Nutzen und Instandhalten von Bauten, Stuttgart/Berlin/Köln 1993, S. 189-196.
- Bon, Ranko/Gibson, Virginia/Luck, Rachael** (*CREMRU-JCI Survey 1993-2002*): Annual CREMRU-JCI survey of corporate real estate practices in Europe and North America: 1993-2002, in: Facilities, Vol. 21, No. 7, 2003, S. 151-167.
- Bon, Ranko/Luck, Rachael** (*CREMRU-JCI 2002 Technical Report*): CREMRU-JCI Annual Survey of Corporate Real Estate Practices 2002 Technical Report, Corporate Real Estate Management Research Unit, School of Construction Management & Engineering, University of Reading, Reading 2002.
- Bon, Ranko/McMahan, Jay F./Carder, Paul** (*Property Performance Measurement*): Property performance measurement: from theory to management practice, in: Facilities, Vol. 12, No. 12, 1994, S. 18-24.
- Bone-Winkel, Stephan** (*Immobilienanlageprodukte*): Immobilienanlageprodukte in Deutschland, in: Die Bank, o.Jg., Nr. 11/1996, S. 670-677.

- Bone-Winkel, Stephan** (*Immobilienfonds*): Das strategische Management von offenen Immobilienfonds - unter besonderer Berücksichtigung der Projektentwicklung von Gewerbeimmobilien, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 1, Köln 1994 (zugleich Diss. an der European Business School, Oestrich-Winkel 1994).
- Bone-Winkel, Stephan/Isenhöfer, Björn/Hofmann, Philip** (*Projektentwicklung*): Projektentwicklung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollst. überarb. und erw. Aufl., München/Wien 2005, S. 231-299.
- Bone-Winkel, Stephan/Müller, Tobias** (*Immobilienwirtschaft*): Bedeutung der Immobilienwirtschaft, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollst. überarb. und erw. Aufl., München/Wien 2005, S. 27-45.
- Bone-Winkel, Stephan/Schulte, Karl-Werner/Focke, Christian** (*Begriff*): Begriff und Besonderheiten der Immobilie als Wirtschaftsgut, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollst. überarb. und erw. Aufl., München/Wien 2005, S. 3-25.
- Bone-Winkel, Stephan et al.** (*Immobilieninvestition*): Immobilieninvestition, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollst. überarb. und erw. Aufl., München/Wien 2005, S. 627-710.
- Bonwell, Robert** (*Europe*): Corporate Real Estate Management in Europe, in: Corporate Real Estate Leader, Vol. 2, No. 1, 2003, S. 29-31.
- Booth, Michael** (*Shareholder Value*): How corporate real estate affects shareholder value, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 2, No. 1, 1999, S. 19-28.
- Bradley, Stephen/Osborne, Peter** (*Catalyst or Constraint?*): The working environment: Catalyst or constraint?, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 1, No. 2, 1999, S. 178-190.
- Braschel, Reinhold/Scheins, Jürgen** (*Professionelles Immobilienmanagement*): Professionelles Immobilienmanagement: Kosten senken, Liquidität steigern und Kapital freisetzen, in: Eggert, Thomas/Hülsbömer, André (Hrsg.): Jahrbuch Corporate Real Estate 2004, Frankfurt 2004, S. 11-15.
- Brauer, Kerry-U.** (*Portfolio, Asset und Facility Management*): Portfolio, Asset und Facility Management: Drei Seiten eines Prozesses, die einander ergänzen, in: Immobilien Zeitung, Nr. 6, 14.03.2002, S. 24.
- Brennan, Michael J.** (*Latent Assets*): Latent Assets, in: The Journal of Finance, Vol. 45, No. 3, 1990, S. 709-730.
- British Broadcasting Corporation (BBC)** (*Annual Report and Accounts 2003/2004*): Annual Report and Accounts 2003/2004, London 2004.
- Brounen, Dirk/Eichholtz, Piet** (*Global Trends*): Global Trends and Performance Effects in Corporate Real Estate, in: Wharton Real Estate Review, Vol. 8, No. 1, 2004, S. 75-82.
- Brounen, Dirk/Eichholtz, Piet M.A.** (*Ownership Implications*): Corporate Real Estate Ownership Implications: International Performance Evidence, in: Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 30, No. 4, 2005, S. 429-445.
- Brounen, Dirk/ter Laak, Martijn** (*Discount*): The Closed-End Fund Discount: Evidence From European Property Shares, Working Paper, Rotterdam School of Management, Erasmus University Rotterdam, 2004.

- Brounen, Dirk/van Dijk, Mathijs A./Eichholtz, Piet M.A.** (*Takeovers*): Corporate Real Estate and Corporate Takeovers: International Evidence, Working Paper, Department of Financial Management, Rotterdam School of Management of Erasmus University Rotterdam, 2005.
- Brown, M. Gordon** (*Strategic Design Decisions*): Choosing a Company's Building Design: Models for Strategic Design Decisions, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 22, No. 1/2, 2001, S. 81-106.
- Brown, Robert Kevin et al.** (*Managing Corporate Real Estate*): Managing Corporate Real Estate, New York 1993.
- Brown, Robert Kevin/Lapides, Paul D./Rondeau, Edmond P.** (*Forms and Procedures*): Managing Corporate Real Estate: Forms and Procedures, New York 1994.
- Brown, Stephen J./Warner, Jerold B.** (*Event Studies*): Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies, in: Journal of Financial Economics, Vol. 29, No. 1, 1985, S. 3-31.
- Brueggeman, William B./Fisher, Jeffrey D./Porter, David M.** (*Rethinking*): Rethinking Corporate Real Estate, in: Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 3, No. 1, 1990, S. 39-50.
- Brüggmann, Mathias et al.** (*Stellen*): Deutsche Bank will weltweit rund 5000 Stellen abbauen, in: Handelsblatt, Nr. 15, 21.01.2005, S. 21.
- Brühl, Martin** (*Wertschöpfung*): Wertschöpfung auf der Aktivseite, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 240, 15.10.1999, S. 53.
- Bryan, A. Brant** (*Sale-Leasebacks*): The state of sale-leasebacks: What corporations can and should expect today, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 6, No. 1, 2003, S. 15-23.
- Buchalter, Darin L.** (*Leases*): More Silicon Valley companies are trying to terminate or restructure leases in an effort to cut costs and attract new investment capital, in: Ernst & Young (Hrsg.): Real Estate Newslines, New York 2002, S. 17-18.
- Buckley, Michael P.** (*Portfolio Exit Strategies*): Eight steps to a strategic plan for corporate real estate and possible portfolio exit strategies, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 1, No. 1, 1998, S. 361-367.
- Buetow, Gerald W. Jr./Albert, Joseph D.** (*Embedded Options*): The Pricing of Embedded Options in Real Estate Lease Contracts, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 15, No. 3, 1998, S. 253-265.
- Bulwien, Hartmut/Noss, Raimund** (*Entwicklung der Büroflächeninanspruchnahme*): Hartmut Bulwien und Raimund Rosa [!] zur Entwicklung der Büroflächeninanspruchnahme in Deutschland: Die Bereitschaft zu Flächeneinsparungen ist noch wenig ausgeprägt, in: Immobilien Zeitung, Nr. 6, 09.03.2000, S. 6.
- Burg, Gerald E.** (*Real Estate Assets*): Keep Your Real Estate Assets on the Right Track, in: Site Selection, Vol. 43, No. 3, 1998, S. 513-514.
- Buse, Christoph** (*Wohnungsunternehmen*): Strategisches Management von industrieverbundenen Wohnungsunternehmen, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 9, Köln 1999 (zugleich Diss. an der European Business School, Oestrich-Winkel 1998).
- Cadmus, Alan** (*Bewertung*): Zur Bewertung von Immobilien-Aktiengesellschaften, in: Finanz Betrieb, 2. Jg., Nr. 2, 2000, S. 96-106.

- Cahill, Julia** (*Barclays*): Barclay puts its global portfolio under scrutiny, in: *Estates Gazette*, Nr. 423, 05.06.2004, S. 31.
- Cahill, Julia** (*Barclays Outsourcing*): LandSec Trillium banks Barclays outsourcing, in: *Estates Gazette*, Nr. 502, 15.01.2005, S. 28.
- Carn, Neil G./Black, Roy T./Rabianski, Joseph S.** (*Operational and Organizational Issues*): Operational and Organizational Issues Facing Corporate Real Estate Executives and Managers, in: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 17, No. 3, 1999, S. 281-299.
- Carpenter, Andrea** (*Own Way*): Going their own way, in: *Estates Gazette*, Nr. 210, 09.03.2002, S. 51-53.
- Chan, Su Han/Gau, George W./Wang, Ko** (*Business Relocations*): Stock market reaction to capital investment decisions: Evidence from business relocations, in: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 30, No. 1, 1995, S. 81-100.
- Chapman, Parke** (*Unused Office Space*): Darkness Before Dawn: A glut of unused office space threatens to stall the long-awaited recovery, in: *National Real Estate Investor*, Vol. 46, No. 2, 2004, S. 13.
- Charifzadeh, Michel** (*Corporate Restructuring*): Corporate Restructuring - Ein wertorientiertes Entscheidungsmodell, in: Locarek-Junge, Hermann/Röder, Klaus/Wahrenburg, Mark (Hrsg.): Reihe: Finanzierung, Kapitalmarkt und Banken, Bd. 12, Lohmar/Köln 2002 (zugleich Diss. an der European Business School, Oestrich-Winkel 2002).
- Chekijian, Cesar J.** (*Capital Markets*): Comment: Corporate properties and capital markets, in: *Journal of Corporate Real Estate*, Vol. 1, No. 1, 1998, S. 5-7.
- Chen, Hsiao-Yun/Ward, Charles** (*Hurdle Rate*): Evaluating investment projects: The hurdle rate, in: *Journal of Corporate Real Estate*, Vol. 2, No. 4, 2000, S. 295-303.
- Chirgwin, Benjamin** (*Organisational Model*): Creating an effective organisational model, in: *Journal of Corporate Real Estate*, Vol. 2, No. 2, 2000, S. 138-143.
- Choi, Amy S.** (*Shadows*): In The Shadows, in: *Commercial Property News*, Vol. 17, No. 16, 2003, S. 33-34.
- Christensen, Donald G./Levi, Donald R.** (*Restructurings*): Corporate Restructurings Involving Real Estate Assets: Some Earnings and Risk Signal Implications, in: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 8, No. 4, 1993, S. 579-595.
- Clapham, Eric** (*Embedded Lease Options*): A Note on Embedded Lease Options, in: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 25, No. 3, 2003, S. 347-359.
- Clayton, Jim/MacKinnon, Greg** (*Pricing Dynamics*): REIT market maturation and pricing dynamics, in: *Real Estate Finance*, Vol. 17, No. 3, 2000, S. 51-62.
- Clemons, Eric/Thatcher, Matt/Materna, Robert** (*Scenario Planning*): Scenario Planning for Corporate Real Estate Managers, The IDRC Foundation Research Bulletin No. 15, New York 1996.
- Cohen, Norma** (*Banks Reduce High Street Presence*): Banks reduce high street presence: Financial services occupiers, in: *Financial Times*, 22.02.2000, S. 1.
- Cohen, Norma** (*Confusing Business of Retailer's Property*): The confusing business of retailers' property, in: *Financial Times*, 04.06.2004, S. 21.
- Cohen, Norma** (*Gain Value*): Outsource the office and gain value: Two European deals show companies are realising they occupy potentially lucrative assets, in: *Financial Times*, 21.01.2003, S. 28.

- Cohen, Norma** (*Regus Expectations*): Longer leases stretch Regus expectations, in: Financial Times, 01.02.2002, S. 24.
- Cohen, Norma** (*Rethink of Property*): Companies opt for a rethink of property: Many corporations - from telecoms groups to banks - in Europe and the US are beginning to cut back their portfolios, in: Financial Times, 22.02.2000, S. 1.
- Cohen, Norma** (*Selling*): 'We're getting out of bricks and mortar': The idea of selling their property is catching on among companies keen on flexibility, in: Financial Times, 17.05.2002, S. 1.
- Cohen, Norma** (*Trend for Outsourcing*): Europe follows US trend for outsourcing: Corporate occupiers have recognised the advantages of separating their real estate from their balance sheets, in: Financial Times, 27.04.2001, S. 1.
- Cohen, Norma** (*U-Turn*): Abbey Nat in U-turn, in: Financial Times, 02.11.2001, S. 22.
- Cohen, Norma** (*Virtual Leases*): New concept calms nerves: Virtual leases, in: Financial Times, 27.04.2001, S. 2.
- Cohen, Norma/Mackintosh, James** (*Abbey National*): Abbey National sells property network, in: Financial Times, 20.10.2000, S. 27.
- Conrath, David W.** (*Communications Environment*): Communications Environment and Its Relationship to Organizational Structure, in: Management Science, Vol. 20, No. 4, 1973, S. 586-603.
- Cooke, Howard** (*Corporate Real Estate*): Survival strategies for corporate real estate in uncertain times, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 4, No. 4, 2002, S. 365-374.
- Cooke, Howard** (*FRS 12*): FRS 12: Guidance on implementation for corporate real estate managers, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 6, No. 4, 2004, S. 309-324.
- Cooke, Howard** (*Real Estate Liabilities*): Mitigating corporate real estate liabilities by managing both sides of the landlord and tenant equation: The Reluctant Landlord® scenario, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 5, No. 2, 2003, S. 165-172.
- CoreNet Global** (*CoreNet Global San Antonio Summit*): Daily Reports - Direct from the CoreNet Global San Antonio Summit, San Antonio 2004.
- CoreNet Global** (*Global Innovator's Awards*): CoreNet Global Selects Three Global Innovator's Awards Winners, <http://www2.corenetglobal.org/home/info_center/global_press_releases/press_release_48.vsp>, Erscheinungsdatum: 09.11.2004, Abrufdatum: 28.04.2005.
- CoreNet Global/Gallup** (*2010 Survey*): Corporate Real Estate 2010 Survey Summary, Atlanta 2004.
- Corsten, Hans** (*Betriebswirtschaftslehre*): Lexikon der Betriebswirtschaftslehre, 4., durchgesehene Aufl., München/Wien 2000.
- Cox, John C./Ross, Stephen A.** (*Valuation*): The Valuation of Options for Alternative Stochastic Processes, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 1/2, 1976, S. 145-166.
- Cox, John C./Ross, Stephen A./Rubinstein, Mark** (*Option Pricing*): Option Pricing: A Simplified Approach, in: Journal of Financial Economics, Vol. 7, No. 3, 1979, S. 229-263.

- CREIS** (*Business Excellence in Real Estate*): Newsletter 04/2004: "Best" - Business Excellence in Real Estate: Kosten senken - Qualität steigern - Substanz erhalten! Neumann & Partner GbR, Seebuck/München 2004.
- CREIS** (*Führungskennzahlen*): Leitfaden für ein erfolgreiches Benchmarking: Mit Benchmarking zu Führungskennzahlen im Corporate Real Estate Management (CREM) und Facility Management (FM), Neumann & Partner GbR, Seebuck/München 2005.
- Crommen, Marcel** (*Finanzierung*): Finanzierung von Unternehmensimmobilien - Eine Shareholder Value-orientierte Analyse, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 17, Köln 2001 (zugleich Diss. an der European Business School, Oestrich-Winkel 2001).
- Crosby, Neil/Gibson, Virginia/Oughton, Melanie** (*Lease Structures*): Lease Structures, Terms and Lengths: Does the UK lease meet current business requirements? A Report on the Attitudes of Occupiers in the UK for the Royal Institution of Chartered Surveyors by the Department of Land Management and Development at The University of Reading, Reading 2001.
- Crosby, Neil/Hughes, Cathy/Murdoch, Sandi** (*Commercial Leases*): Monitoring the 2002 Code of Practice for Commercial Leases, University of Reading/Office of the Deputy Prime Minister, London 2005.
- Dahlmeyer, Sven** (*Investitionsstrategien*): Investitionsstrategien auf Käuferseite, Vortrag im Rahmen des Fach-Dialog Praxis "Immobilienportfolioinvestments: Kaufen - Halten - Handeln", München 2004.
- Davis, Ron** (*Outsourcing Contracts*): Setting up and managing outsourcing contracts to deliver value and accommodate change, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 6, No. 4, 2004, S. 391-307.
- DB Real Estate** (*Framework*): A framework for international real estate investment, Sydney 2004.
- Deeble, Kevin E.** (*Procurement*): Financing corporate real estate: A raw materials procurement approach, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 2, No. 2, 2000, S. 144-153.
- Degener, Arne** (*Marseille-Kliniken*): Marseille-Kliniken AG strebt Marktführerschaft im Bereich stationäre Pflege an, in: Der Immobilien Brief, Nr. 77, 11.01.2005, S. 14-15.
- Delancey Estates Plc.** (*Mapeley*): Mapeley signs innovative structured £457 million sale and leaseback deal with Abbey National, London 2000.
- Deloitte Touche Tohmatsu** (*Position Paper*): Position Paper on Leases: Implementation of a New Approach, Kopenhagen 2000.
- Demberg, Gisela** (*Operatives Leasing*): Noch keine einheitliche Abgrenzung zwischen den Ländern: Operatives Leasing kommt in Deutschland voran, in: Handelsblatt, Nr. 79, 24.04.2001, S. B 10.
- Deng, Yongheng/Gyourko, Joseph** (*Disgorge*): Should Corporations Disgorge Their Real Estate Property Holdings, Real Estate Research Brief, March 2000, Los Angeles 2000.
- Deng, Yongheng/Gyourko, Joseph** (*Real Estate Ownership*): Real Estate Ownership by Non-Real Estate Firms: An Estimate of the Impact on Firm Returns, Samuel Zell and Robert Lurie Real Estate Center at The Wharton School, University of Pennsylvania, Working Paper # 321, Philadelphia 1999.

- Deutsche Bank AG** (*Deutsche Bank steigert Gewinn*): Deutsche Bank steigert Gewinn vor Steuern in 2004 um 50 Prozent auf 4,1 Mrd Euro, Gewinn vor Steuern im 4. Quartal 2004 von 418 Mio Euro beinhaltet Sonderbelastungen von 574 Mio Euro, <<http://www.deutsche-bank.de/presse/index.html?contentOverload=http://www.deutsche-bank.de/presse/releaseliste01.shtml>>, Erscheinungsdatum: 03.02.2005, Abrufdatum: 03.06.2005.
- Deutsche Bank AG** (*Eigenkapitalrendite*): Deutsche Bank kündigt neues Aktienrückkaufprogramm an und bekräftigt Ziel einer Eigenkapitalrendite vor Steuern von 25 Prozent, <<http://www.deutsche-bank.de/presse/index.html?contentOverload=http://www.deutsche-bank.de/presse/releaseliste01.shtml>>, Erscheinungsdatum: 04.09.2003, Abrufdatum: 03.06.2005.
- Deutsche Bank AG** (*Gewinn*): Deutsche Bank: 1,8 Mrd Euro Gewinn vor Steuern im ersten Quartal 2005 nach Berücksichtigung von Restrukturierungsaufwendungen in Höhe von 168 Mio, <<http://www.deutsche-bank.de/presse/index.html?contentOverload=http://www.deutsche-bank.de/presse/releaseliste01.shtml>>, Erscheinungsdatum: 29.04.2005, Abrufdatum: 03.06.2005.
- Deutsche Bank AG** (*Immobilien-Portfolio*): Deutsche Bank veräußert Immobilien-Portfolio, <<http://www.deutsche-bank.de/presse/index.html?contentOverload=http://www.deutsche-bank.de/presse/releaseliste01.shtml>>, Erscheinungsdatum: 24.11.2003, Abrufdatum: 03.06.2005.
- Deutsche Bank AG** (*Immobilien-Portfolio in Deutschland*): Deutsche Bank veräußert Immobilien-Portfolio in Deutschland, <<http://www.deutsche-bank.de/presse/index.html?contentOverload=http://www.deutsche-bank.de/presse/releaseliste01.shtml>>, Erscheinungsdatum: 27.12.2004, Abrufdatum 03.06.2005.
- Deutsche Immobilien Datenbank** (*DIX Ergebnisse*): DIX Deutscher Immobilien Index, Ausführliche DIX Ergebnisse, Wiesbaden 2004.
- Devaney, Steven/Lizieri, Colin M.** (*Capital Market Impacts*): Sale and leaseback, asset outsourcing and capital market impacts, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 6, No. 2, 2004, S. 118-132.
- Dewulf, Geert/van der Schaaf, Pity** (*Scenario Planning*): Portfolio management in the midst of uncertainties: How scenario planning can be useful, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 1, No. 1, 1998, S. 19-28.
- Die Kommission der europäischen Gemeinschaften** (*IAS 17*): International Accounting Standard IAS 17 (überarbeitet 1997), in: Die Kommission der europäischen Gemeinschaften (Hrsg.): Amtsblatt der Europäischen Union: Verordnung (EG) Nr. 1725/2003 der Kommission vom 29. September 2003 betreffend die Übernahme bestimmter internationaler Rechnungslegungsstandards in Übereinstimmung mit der Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates, Brüssel 13.10.2003, S. L 261/119-L 261/130.
- Die Kommission der europäischen Gemeinschaften** (*IAS 37*): International Accounting Standard IAS 37, in: Die Kommission der europäischen Gemeinschaften (Hrsg.): Amtsblatt der Europäischen Union: Verordnung (EG) Nr. 1725/2003 der Kommission vom 29. September 2003 betreffend die Übernahme bestimmter internationaler Rechnungslegungsstandards in Übereinstimmung mit der Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 des Europäischen Parlaments und des Rates, Brüssel 13.10.2003, S. L 261/320-L 261/335.
- Dittmeier, Volker** (*Erfolgsfaktoren*): Erfolgsfaktoren für die strategische Vermarktung, Vortrag im Rahmen des Fach-Dialog Praxis "Immobilienportfolioinvestments: Kaufen - Halten - Handeln", München 2004.

- Dixon, Tim/Marston, Andrew** (*Impact of E-Commerce*): The Impact of E-commerce on Retail Real Estate in the U.K., in: Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 8, No. 2, 2002, S. 153-174.
- Dixon, Tim et al.** (*Occupational Futures*): Occupational Futures? Real Estate Refinancing and Restructuring, The College of Estate Management at the University of Reading, Reading 2000.
- Doetsch, Werner** (*Finanzierung*): Finanzierung von Portfolios, Vortrag im Rahmen der IIR Fachkonferenz "An- und Verkauf von Immobilienpaketen: Voraussetzungen für den erfolgreichen Deal", Düsseldorf 2004.
- Dohner, Roy F.** (*Nortel Brampton Centre*): The Nortel Brampton Centre: The real estate vision and strategy, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 1, No. 2, 1999, S. 132-140.
- Dolinoy, Paul J.** (*Investment Strategies*): Defining and Determining Core and Non-Core Real Estate Investment Strategies, Institute for Fiduciary Education, Sacramento 2004.
- Donovan, Dennis** (*Location*): Emerging Corporate Location Trends, in: Corporate Real Estate Leader, Vol. 2, No. 1, 2003, S. 35-37.
- Dow, Michael J./Porter, Gerald A.** (*Existing Leases*): Restructuring and renewing existing leases in today's commercial office market: Guidelines for tenants to evaluate options and negotiate terms, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 6, No. 3, 2004, S. 237-242.
- Drivers Jonas** (*Commercial Leases*): Commercial Leases - A Permanent Revolution, London 1997.
- Drivers Jonas** (*Corporate Occupiers*): Corporate Occupiers Survey 2003/04, London 2004.
- Drivers Jonas** (*Sale & Leaseback*): Sale & Leaseback, London 2004.
- Drivers Jonas** (*Surplus Assets*): Realising "better value" from surplus assets, London 2001.
- Drukarczyk, Jochen** (*Finanzierung*): Theorie und Politik der Finanzierung, 2., völlig neu gestaltete Aufl., München 1993.
- Duckworth, Steven L.** (*Planning and Control*): Realizing the Strategic Dimension of Corporate Real Property Through Improved Planning and Control Systems, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 8, No. 4, 1993, S. 495-509.
- Duffy, Francis** (*Gap*): Mind the gap, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 1, No. 4, 1999, S. 377-387.
- Dunn, Brian** (*Asset Sales*): Asset sales boosting Ivaco earnings, in: American Metal Market, Vol. 108, No. 101, 2000, S. 2.
- Durfee, Don** (*Leasebacks*): Leasebacks Are Back, in: CFO, Vol. 20, No. 13, 2004, S. 95-96.
- Earle, Heather A.** (*Attract and Retain*): Building a workplace of choice: Using the work environment to attract and retain top talent, in: Journal of Facilities Management, Vol. 2, No. 3, 2003, S. 244-257.
- Ecke, Christian** (*Immobilienmanagement*): Strategisches Immobilienmanagement der öffentlichen Hand, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 27, Köln 2003 (zugleich Diss. an der European Business School, Oestrich-Winkel 2003).

- Effenberger, Barbara** (*Untervermietung*): Büromarkt 2002: Untervermietung - das Wort des Jahres, in: Immobilien Zeitung, Nr. 1-2, 16.01.2003, S. 1.
- Einhorn, David M.** (*REIT Spin-offs*): Focus on REITs: IRS ruling permits REIT spin-offs, in: Real Estate Issues, Vol. 26, No. 2, 2001, S. 54-55.
- Eisenhardt, Kathleen M./Brown, Shona L.** (*Time Pacing*): Time Pacing: Competing in Markets that Won't Stand Still, in: Harvard Business Review, Vol. 76, No. 2, 1998, S. 59-69.
- Ely, Kirsten M.** (*Equity Risk*): Operating Lease Accounting and the Market's Assessment of Equity Risk, in: Journal of Accounting Research, Vol. 33, No. 2, 1995, S. 397-415.
- Englert, John** (*Strategic Alignment*): The Strategic Alignment Handbook: A Corporate Infrastructure Resource (CIRSM) Management Application Guide, IDRC Research Series Report No. 58, Norcross 1999.
- Ernst & Young** (*Abbey National*): Unlocking Value: The Abbey National Group - a case study, London 2000.
- Ernst & Young** (*Views*): Views of corporate real estate from the boardrooms of Europe: Ernst & Young corporate real estate survey 2002, London 2002.
- Ettorre, Barbara** (*Strategic New World*): Corporate Real Estate: Building A Strategic New World, in: Management Review, Vol. 84, No. 2, 1995, S. 43-47.
- Eul, Frank** (*Corporate Change*): Corporate Change: Its Effect on Property and the Economy, in: Facilities, Vol. 12, No. 2, 1994, S. 16-19.
- Evans, Michael/French, Nick/O'Roarty, Brenna** (*Accountancy*): Accountancy and corporate property management: A briefing on current and proposed provisions relating to UK corporate real estate, in: Journal of Property Investment & Finance, Vol. 19, No. 2, 2001, S. 211-223.
- Eversmann & Partner** (*Corporate Real Estate*): Offensive Corporate Real Estate, Hamburg 2002.
- Ezzell, John R./Vora, Premal P.** (*Leasing versus Purchasing*): Leasing versus purchasing: Direct evidence on a corporation's motivations for leasing and consequences of leasing, in: The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 41, No. 1, 2001, S. 33-47.
- Falzon, Robert** (*REIT Valuation*): Stock Market Rotations and REIT Valuation, in: Wharton Real Estate Review, Vol. 7, No. 1, 2003, S. 22-33.
- Falzon, Robert/Halle, Marc/McLemore, Richard** (*Private Equity*): Private Equity Investment Opportunities in Real Estate, in: The Journal of Private Equity, Vol. 6, No. 2, 2003, S. 68-78.
- Fama, Eugene F.** (*Efficient Capital Markets*): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, in: Journal of Finance, Vol. 25, No. 2, 1970, S. 383-417.
- Fama, Eugene F.** (*Efficient Capital Markets: II*): Efficient Capital Markets: II, in: Journal of Finance, Vol. 46, No. 5, 1991, S. 1575-1617.
- Feinen, Klaus** (*Leasinggeschäft*): Das Leasinggeschäft, 4., neubearb. Aufl., Frankfurt am Main 2002.
- Feinen, Klaus** (*Zukunftsperspektiven*): Zukunftsperspektiven des Immobilien-Leasing, in: Kreditwesen, 55. Jg., Nr. 13, 2002, S. 646-649.

- Feinen, Klaus** (*Immobilien-Leasing*): Finanzierung durch Immobilien-Leasing, in: Schulte, Karl-Werner et al. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Banking: Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 119-145.
- Felix, Sabine et al.** (*Kapitalmarktorientierte Immobilienfinanzierung*): Kapitalmarktorientierte Immobilienfinanzierung - rechtliche, bilanzielle und steuerliche Aspekte, in: Eggert, Thomas/Hülsbömer, André (Hrsg.): Jahrbuch Corporate Real Estate 2004, Frankfurt 2004, S. 43-47.
- Fernández Reumann, Diego** (*Sireo*): Immobilien-Pakete und Fonds - die neuen Produkte der Sireo, in: Immobilien & Finanzierung - Der langfristige Kredit, 54. Jg., Nr. 10, 2003, S. 346-348.
- Fernández Reumann, Diego** (*Immobilienoutsourcing*): Erfolgreiches Immobilienoutsourcing am Beispiel der Deutsche Telekom AG, in: Eggert, Thomas/Hülsbömer, André (Hrsg.): Jahrbuch Corporate Real Estate 2004, Frankfurt 2004, S. 19-22.
- Fernández Reumann, Diego/Krieger, Reinhard/Friedrichs, Claudia** (*Mitarbeit*) (*Fallstudie Deutsche Telekom AG*): Fallstudie Deutsche Telekom AG - Sireo Real Estate Asset Management, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, 2., aktual. u. erw. Aufl., Köln 2004, S. 411-438.
- Financial Accounting Standards Board of the Financial Accounting Foundation** (*FAS 13*): Statement of Financial Accounting Standards No. 13, Norwalk, November 1976/May 1980.
- Financial Accounting Standards Board of the Financial Accounting Foundation** (*FAS 146*): Statement of Financial Accounting Standards No. 146: Accounting for Costs Associated with Exit or Disposal Activities, Norwalk, June 2002.
- Fisher, Jeffrey D./Webb, Brian R.** (*Current Issues*): Current Issues in the Analysis of Commercial Real Estate, in: Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 20, No. 2, 1992, S. 211-227.
- Fitzgerald, Therese** (*Money Management*): Money Management, in: Commercial Property News, Vol. 19, No. 8, 2005, S. 27-28.
- Fitzgerald, Therese** (*Shadow*): Uncertain Economy Casts Shadow, in: Commercial Property News, Vol. 17, No. 13, 2003, S. 3-4.
- Fitzpatrick, Candace et al.** (*Asset Management & Portfolio Optimization*): Corporate Real Estate 2010: Asset Management & Portfolio Optimization, CoreNet Global, Atlanta 2004.
- Flegel, Douglas D.** (*Surplus Corporate Real Estate*): Disposing of Surplus Corporate Real Estate, in: Real Estate Review, Vol. 21, No. 4, 1992, S. 53-56.
- Fortress Investment Group LLC** (*Mapeley Ltd.*): Mapeley Ltd., <http://www.fortressinv.com/fetch_file.aspx?i=77>, Abrufdatum: 15.07.2005.
- Freiling, Jörg** (*Resource-based View*): Ressourcenorientierte Reorganisationen: Problemanalyse und Change Management auf der Basis des Resource-based View, Wiesbaden 2001.
- French, Nick** (*Pricing*): Uncertainty in property valuation: The pricing of flexible leases, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 3, No. 1, 2001, S. 17-27.
- Friedemann, Jens** (*Bilanzierung*): Bilanzierung wie auf einer Großbaustelle: Die IVG bereitet sich auf die IAS-Konzernbilanz vor/Steuertransparente Regelungen gefordert, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 117, 21.05.2004, S. 41.

- Friedemann, Jens** (*Bürohalden*): Bürohalden in Rekordhöhe erwartet: Jones Lang LaSalle: Konzerne geben ihre Immobilien in professionelle Hände, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 295, 19.12.2003, S. 41.
- Friedemann, Jens** (*Büroraumplaner*): Als deutsche Büroraumplaner Amerika erober-ten, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 93, 22.04.2005, S. 47.
- Friedemann, Jens** (*Europas Konzerne*): Europas Konzerne trennen sich von Immobilien, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 242, 18.10.2002, S. 41.
- Friedemann, Jens** (*Fonds*): Unternehmen entdecken den Reiz eigener Fonds: Bilanz-politik mit professionell verwalteten Immobilien, in: Frankfurter Allgemeine Zei-tung, Nr. 177, 02.08.2002, S. 39.
- Friedemann, Jens** (*Fremdkapital*): Fremdkapital fließt nicht mehr wie einst: Morgan Stanley: Deutsche Immobilienunternehmen müssen sich dem Kapitalmarkt öff-nen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 247, 22.10.2004, S. 49.
- Friedemann, Jens** (*Immobilienaktien*): Banken liebäugeln mit Immobilienaktien: Das Bundesfinanzministerium will die Vorteilhaftigkeit prüfen lassen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 128, 04.06.2004, S. 39.
- Friedemann, Jens** (*Immobilienkompetenzen*): Zu wenig betriebliche Immobilienkom-petenzen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 23, 28.01.2005, S. 47.
- Friedemann, Jens** (*Immobilien-Transaktionen*): Viele betriebliche Immobilien-Transaktionen scheitern: Aareal Bank sieht bilanzielle Vorteile durch Auslage- rung in offene Fonds, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 199, 27.08.2004, S. 45.
- Friedemann, Jens** (*Immobilienvermögen*): Ein Immobilienvermögen von 7 Billionen Euro, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 289, 10.12.2004, S. 43.
- Friedemann, Jens** (*Internationale Standards*): Internationale Standards für deutsche REITs: Initiative Finanzstandort Deutschland sieht gute Chancen für steuertrans- parente Immobilienaktien, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 93, 22.04.2005, S. 47.
- Friedemann, Jens** (*Kapitalanlage-Strategien*): Oppenheim wächst mit Spezialfonds: Kapitalanlage-Strategien für betriebliche Immobilienbestände, in: Frankfurter All- gemeine Zeitung, Nr. 16, 19.01.2001, S. 53.
- Friedemann, Jens** (*Liegenschaften*): Schwierige Trennung von betrieblichen Liegen- schaften: Immobilien liegen wie Blei in den Bilanzen/Eklatante Unterschiede zu ausländischen Konzernen, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 241, 15.10.2004, S. 43.
- Friedemann, Jens** (*Reits*): Reits können die Wirtschaft stärken, in: Frankfurter Allge- meine Zeitung, Nr. 35, 11.02.2005, S. 43.
- Gabele, Eduard/Dannenberg, Jan/Kroll, Michael** (*Immobilien-Leasing*): Immobilien- Leasing: Vertragsformen, Vor- und Nachteile, steuerliche Analyse, 4., aktual. Aufl., Wiesbaden 2001.
- Gale, Jeffrey/Case, Fred** (*Resource Management*): A Study of Corporate Real Estate Resource Management, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 4, No. 3, 1989, S. 23-34.
- Ghosh, Chinmoy/Rodriguez, Mauricio/Sirmans, C.F.** (*Relocations*): Gains from Cor- porate Headquarters Relocations: Evidence from the Stock Market, in: Journal of Urban Economics, Vol. 38, No. 3, 1995, S. 291-311.

- Ghyoot, Valmond G.** (*Lease v Buy*): The Lease v Buy Decision in Real Estate: Theory and Practice, Paper presented at the European Real Estate Society Conference, Helsinki 2003.
- Gibler, Karen M./Black, Roy T.** (*Outsourcing*): Agency Risks in Outsourcing Corporate Real Estate Functions, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 26, No. 2, 2004, S. 137-160.
- Gibler, Karen M./Black, Roy T./Moon, Kimberly P.** (*Corporate Real Estate Strategy*): Time, Place, Space, Technology and Corporate Real Estate Strategy, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 24, No. 3, 2002, S. 235-262.
- Gibson, Virginia A.** (*Business Space Options*): The Cost of Choice - How Corporate Real Estate Managers Evaluate Business Space Options, Paper presented at the American Real Estate Society Annual Meeting, Santa Barbara 2000.
- Gibson, Virginia A.** (*Flexible Space*): Flexible working needs flexible space? Towards an alternative workplace strategy, in: Journal of Property Investment & Finance, Vol. 21, No. 1, 2003, S. 12-22.
- Gibson, Virginia A.** (*Management Digest*): Management digest, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 1, No. 2, 1999, S. 213-219.
- Gibson, Virginia A.** (*Outsourcing*): Thinking Differently about Outsourcing, Paper presented at the Joint SPROG/CoreNet Meeting, London 2002.
- Gibson, Virginia A.** (*Property Portfolio Dynamics*): Property portfolio dynamics - the flexible management of inflexible assets, in: Facilities, Vol. 18, No. 3/4, 2000, S. 150-154.
- Gibson, Virginia A.** (*Strategic Risk*): Strategic Risk and the Corporate Real Estate Portfolio, in: Corporate Real Estate Leader, Vol. 2, No. 1, 2003, S. 12-13.
- Gibson, Virginia A./Barkham, Richard** (*Corporate Real Estate Management in the Retail Sector*): Corporate Real Estate Management in the Retail Sector - A study of the relationship between the management of the corporate real estate and corporate performance, Paper presented at the American Real Estate Society Annual Meeting, Tampa 1999.
- Gibson, Virginia A./Barkham, Richard** (*Retail Sector*): Corporate Real Estate Management in the Retail Sector - Investigation of Current Strategy and Structure, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 22, No. 1/2, 2001, S. 107-127.
- Gibson, Virginia A./Hedley, Christopher** (*Information and Performance Measurement*): Information and performance measurement - A study of current practice in corporate property management, Paper presented at the "The Cutting Edge" RICS Research Conference, Cambridge 1999.
- Gibson, Virginia A. et al.** (*Needs & Choices*): Evaluating Office Space Needs & Choices, Report for MWB BusinessExchange, o.O., 2000.
- Gibson, Virginia A./Lizieri, Colin M.** (*Corporate Property Portfolio*): New business practices and the corporate property portfolio - how responsive is the UK property market?, in: Journal of Property Research, Vol. 16, No. 3, 1999, S. 201-218.
- Gibson, Virginia A./Lizieri, Colin M.** (*Corporate Real Estate Portfolios*): Friction and Inertia: Business Change, Corporate Real Estate Portfolios and the U.K. Office Market, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 22, No. 1/2, 2001, S. 59-79.

- Gibson, Virginia A./Lizieri, Colin M.** (*Serviced Office Space*): Change & Flexibility - The role of serviced office space in office markets and corporate property portfolios, Department of Land Management and Development at The University of Reading, Working Papers in Land Management and Development # 01/99, Reading 1999.
- Gibson, Virginia A./Louargand, Marc** (*Risk Management*): Risk Management and the Corporate Real Estate Portfolio, Paper presented at the American Real Estate Society Annual Meeting, Naples 2002.
- Gibson, Virginia A./Louargand, Marc** (*Workplace Portfolio*): The Workplace Portfolio as Contractual Agreements, in: Joroff, Michael/Bell, Michael A. (Hrsg.): The Agile Workplace: Supporting People and Their Work, Gartner and Massachusetts Institute of Technology, Boston 2001, S. 34-51.
- Gier, Sonja** (*Unternehmenssteuerreform*): Immobilienaktiengesellschaften und Unternehmenssteuerreform: Neue Möglichkeiten der Unternehmenswertsteigerung und Auswirkungen auf den Immobilienaktiensektor, in: Westdeutsche ImmobilienBank (Hrsg.): Immobilien-InvestmentBanking, Marktbericht XI, Mainz 2001, S. 101-108.
- gif Gesellschaft für Immobilienwirtschaftliche Forschung e.V.** (*Real Estate Investment Management*): Richtlinie: Definition und Leistungskatalog Real Estate Investment Management, Wiesbaden 2004.
- Giliberto, Michael** (*Volatility*): Assessing real estate volatility, in: Journal of Portfolio Management, Vol. 29, No. 5 (Special Real Estate Issue), 2003, S. 122-128.
- Gillies, Iain/Dow, Peter** (*Trends and Challenges*): Trends and Challenges in Corporate Real Estate, in: Pacific Rim Property Research Journal, Vol. 8, No. 4, 2002, S. 247-262.
- Glagola, John R.** (*Outsourcing*): Outsourcing - Opportunities and challenges for corporate competitiveness, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 2, No. 1, 1999, S. 41-49.
- Glascok, John L./Davidson, Wallace N./Sirmans, C.F.** (*Disposition of Real Estate Assets*): An Analysis of the Acquisition and Disposition of Real Estate Assets, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 4, No. 3, 1989, S. 131-140.
- Glascok, John L./Davidson, Wallace N./Sirmans, C.F.** (*Gains from Corporate Selloffs*): The Gains from Corporate Selloffs: The Case of Real Estate Assets, in: Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 19, No. 4, 1991, S. 567-582.
- Glickman, I. Henry** (*Asset Management*): The ABC's of Asset Management, in: Real Estate Issues, Vol. 29, No. 3, 2004, S. 7-12.
- Gluck, Frederick W.** (*Strategic Planning*): Strategic Planning in a new key, in: The McKinsey Quarterly, No. 1/1986, S. 18-41.
- Golan, Mark** (*Own v Lease*): The own v lease decision - Myth and reality, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 1, No. 3, 1998, S. 241-153.
- Gondring, Hanspeter/Feldhoff, Paul Jörg** (*Corporate-Real-Estate-Management*): Corporate-Real-Estate-Management: ein Immobilien-Management-Ansatz für Non-Property-Unternehmen, in: Eggert, Thomas/Hülsbömer, André (Hrsg.): Jahrbuch Corporate Real Estate 2004, Frankfurt 2004, S. 7-10.

- Goodacre, Alan** (*Lease Accounting*): Assessing the potential impact of lease accounting reform: a review of the empirical evidence, in: *Journal of Property Research*, Vol. 20, No. 1, 2003, S. 49-66.
- Goolsbee, Austan/Maydew, Edward** (*REIT Spin-offs*): Taxes and Organizational Form: The Case of REIT Spin-offs, in: *National Tax Journal*, Vol. 55, No. 3, 2002, S. 441-456.
- Graebner, Ulrich** (*Immobilienportfolios*): Verkauf von Immobilienportfolios: Grundlagen/Vorbereitung/Zielsetzungen, Vortrag im Rahmen der CIMMIT, Wiesbaden 2003.
- Greig, Wylie** (*Capital*): Global Property Markets: Capital Scrambles for Greener Fields, Paper presented at the Property Council of Australia Congress, The Oracle of the Property Industry, Gold Coast 2003.
- Grosse-Wördemann, Dirk** (*Vivico Real Estate*): Die Vivico Real Estate als Objekt der Vermarktung, in: *Immobilien & Finanzierung - Der langfristige Kredit*, 54. Jg., Nr. 10, 2003, S. 350-351.
- Grübler, Olaf** (*Immobilienleasing*): Immobilienleasing - Bilanzneutrale Finanzierung als Chance, in: *Immobilien & Finanzierung - Der langfristige Kredit*, 53. Jg., Nr. 21/22, 2002, S. 698-699.
- Haas, Eduard/Weyers, Gustav** (*Immobilienanalyse*): Immobilienanalyse und Immobilienbewertung - Entscheidungsgrundlage für Großinvestitionen, in: *Grundstücksmarkt und Grundstückswert*, 1. Jg., Nr. 3, 1990, S. 140-147.
- Haimann, Richard** (*Untermieter*): Untermieter verzweifelt gesucht, in: *Die Welt*, Nr. 121, 26.05.2004, S. 24.
- Hajidimitriou, Yannis A./Georgiou, Andreas C.** (*International Site Selection Decisions*): International site selection decisions using multi-objective methods, in: *American Business Review*, Vol. 18, No. 2, 2000, S. 87-95.
- Hansen, Rainer** (*Unternehmensfinanzierung*): Unternehmensfinanzierung und mehr: Bilanzoptimierung durch Off-Balance-Lösungen, in: *Immobilien & Finanzierung - Der langfristige Kredit*, 53. Jg., Nr. 24, 2002, S. 799-800.
- Hansen, Rainer** (*Leasing*): Leasing: Liquidität und Bilanzzahlen durch Outsourcing optimieren, in: Eggert, Thomas/Hülsbömer, André (Hrsg.): *Jahrbuch Corporate Real Estate 2004*, Frankfurt 2004, S. 48-51.
- Hanson, Richard A.** (*Shareholder Value's Black Hole*): Shareholder Value's Black Hole ... Corporate Real Estate, in: *Real Estate Issues*, Vol. 23, No. 4, 1998/99, S. 30-36.
- Hasenburg, Christof** (*IFRS 5*): Zur Veräußerung gehaltene, langfristige Vermögenswerte und aufzugebene Geschäftsbereiche (IFRS 5), in: Weber, Ernst/Baumunk, Henrik (Hrsg.): *IFRS Immobilien - Praxiskommentar der wesentlichen immobilienrelevanten International Financial Reporting Standards*, München/Unterschleißheim 2005, S. 99-118.
- Haynes, Barry et al.** (*Property*): Does property benefit occupiers? An evaluation of the literature, Facilities Management Graduate Centre, Sheffield Hallam University, Occupier.org Report # 1, Sheffield 2000.
- Hazlett, Curt** (*Wal Mart*): The Wal Mart Way - The world's largest retailer turns its surplus into a profit center, in: *Retail Traffic*, Vol. 33, No. 7, 2004, S. 28-33.

- Hedley, Christopher/Smith, Andrew/Whelan, Jim** (*Property Performance Indicators*): Defining, collecting and using property performance indicators: The UK higher education sector experience, in: *Journal of Facilities Management*, Vol. 1, No. 2, 2002, S. 177-187.
- Heinen, Edmund** (*Betriebswirtschaftslehre*): Der entscheidungsorientierte Ansatz der Betriebswirtschaftslehre, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*, 41. Jg., Nr. 7, 1971, S. 429-444.
- Heinen, Edmund** (*Grundfragen*): Grundfragen der entscheidungsorientierten Betriebswirtschaftslehre, München 1976.
- Heinen, Edmund** (*Unternehmensführung*): Industriebetriebslehre als entscheidungsorientierte Unternehmensführung, in: Heinen, Edmund (Hrsg.): *Industriebetriebslehre: Entscheidungen im Industriebetrieb*, 9., vollst. neu bearb. und erw. Aufl., Wiesbaden 1991, S. 1-71.
- Helling, John S.** (*Rationalise*): What would you do? Rationalise our portfolio - Comment 1, in: *Journal of Corporate Real Estate*, Vol. 1, No. 1, 1998, S. 87-92.
- Henn, Gunter** (*Kommunikation formt Raumstruktur*): Kommunikation formt Raumstruktur, in: *Leonardo - Magazin für Architektur*, o.Jg., Nr. 4/1995, S. 68-71.
- Hens, Markus** (*Marktwertorientiertes Management*): Marktwertorientiertes Management von Unternehmensimmobilien, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): *Schriften zur Immobilienökonomie*, Bd. 13, Köln 1999 (zugleich Diss. an der European Business School, Oestrich-Winkel 1999).
- Heyden, Fabian/Pfnür, Andreas** (*Prozessmanagement*): Prozessmanagement & -optimierung in der Immobilienwirtschaft 2003: Status Quo und Perspektiven für Immobilien-Prozessmanagement und -optimierungsverhalten - Empirische Studie bei deutschen Großunternehmen, Arbeitsbereich öffentliche Wirtschaft am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg, Arbeitspapier # 29, Hamburg 2003.
- Heyser, Hartwig** (*Nutzungsdauer*): Nutzungsdauer von Büroimmobilien: Müssen Büroimmobilien drastisch abgewertet werden?, in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 11, 21.05.2004, S. 18.
- Hildwein, Frank/Leykam, Monica** (*Desinvestments*): Corporate Desinvestments: Das Immobilienproblem bleibt, in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 22, 25.10.2001, S. 4.
- Hill, Matthew** (*Impact of Corporate Real Estate*): Financing corporate real estate: The impact of corporate real estate in the shareholder value equation, in: *Briefings in Real Estate Finance*, Vol. 2, No. 4, 2003, S. 313-325.
- Hill, Matthew** (*Maximising Shareholder Value*): Corporate real estate: Its role in maximising shareholder value, in: *Journal of Corporate Real Estate*, Vol. 3, No. 4, 2001, S. 335-345.
- Hite, Gailen L./Owers, James E./Rogers, Ronald C.** (*Spin-Off*): The Separation of Real Estate Operations By Spin-Off, in: *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, Vol. 12, No. 3, 1984, S. 318-332.
- Hofmann, Siegfried** (*Historischer Ballast*): Historischer Ballast, in: *Handelsblatt*, Nr. 47, 07.03.2000, S. 28.
- Holden, Meg Parker** (*Institutional-Grade Real Estate*): The nation's portfolio of institutional-grade real estate, in: *Real Estate Review*, Vol. 22, No. 4, 1993, S. 36-45.

- Hommel, Ulrich/Pritsch, Gunnar** (*Realloptionsansatz*): Marktorientierte Investitionsbewertung mit dem Realloptionsansatz: Ein Implementierungsleitfaden für die Praxis, in: Finanzmarkt und Portfolio Management, 13. Jg., Nr. 2, 1999, S. 121-144.
- Homp, Christian** (*Kernkompetenzen*): Entwicklung und Aufbau von Kernkompetenzen, Wiesbaden 2000.
- Horn, Jonathan S.** (*Sale-Leaseback Financing*): Elusive Sources of Capital Forcing Corporations to Re-Focus on Benefits of Sale-Leaseback Financing, in: Real Estate Issues, Vol. 25, No. 2, 2000, S. 35-41.
- Houston, Robert** (*Landlord and Capital Markets Code*): Cracking the landlord and capital markets code, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 7, No. 1, 2005, S. 49-54.
- Hudgins, Matt** (*Fear of Commitment*): Fear of Commitment, in: National Real Estate Investor, Vol. 47, No. 3, 2005, S. 46-49.
- Hudgins, Matt** (*Strategists*): It pays for Corporate Execs to be Strategists, in: National Real Estate Investor, Vol. 46, No. 10, 2004, S. 34-39.
- Hudson-Wilson, Susan** (*"Core" Real Estate*): A Note on Defining "Core" Real Estate - "What's the () Quadrants Got To Do, Got To Do, With It?" in: Real Estate Finance, Vol. 12, No. 3, 1995, S. 41-46.
- Huffman, Forrest E.** (*Risk Management*): Corporate real estate risk management and assessment, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 5, No. 1, 2002, S. 31-41.
- Hughes, Francesca** (*Corporate Real Estate Teams*): How Corporate Real Estate Teams are Evolving..., Paper presented at the The seventh OPD conference, Canary Wharf 2005.
- Hughes, Francesca** (*Property Portfolio*): Property & Occupier Trends: Getting the Most out of the Property Portfolio, Paper presented at the Workplace Trends in the 21st Century, London 2003.
- Hümmer, Bernd** (*Kernkompetenzen*): Strategisches Management von Kernkompetenzen im Hyperwettbewerb, Wiesbaden 2001.
- Humphrey, Michael** (*Opportunistic Funds*): Opportunistic Funds Discussion, Institute of Fiduciary Education, Sacramento 2005.
- Hwa, Ting Kien** (*Reorganisation and Restructuring*): The Reorganisation and Restructuring of Corporate Real Estate, Paper presented at the Pacific Rim Real Estate Society Conference, Brisbane 2003.
- Iblher, Felix et al.** (*Immobilienfinanzierung*): Immobilienfinanzierung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollst. überarb. und erw. Aufl., München/Wien 2005, S. 529-625.
- Imhoff, Eugene A./Lipe, Robert C./Wright, David W.** (*Impact*): Operating leases: Impact of constructive capitalization, in: Accounting Horizons, Vol. 5, No. 1, 1991, S. 51-63.
- Imhoff, Eugene A./Lipe, Robert C./Wright, David W.** (*Income Effects*): Operating Leases: Income Effects of Constructive Capitalization, in: Accounting Horizons, Vol. 11, No. 2, 1997, S. 12-32.
- Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW)** (*Comment Letter*): Comment Letter: Special Report of the G4+1 Group "Leases: Implementation of a New Approach", Düsseldorf 2000.

- Internal Revenue Service (IRS)** (*Revenue Ruling (2001-29)*): Revenue Ruling (2001-29), o.O., 2001.
- Internal Revenue Service (IRS)** (*Internal Revenue Code, Sec. 355*): Internal Revenue Code (26 USC), Subtitle A, CHAPTER 1, Subchapter C, PART III, Subpart B, Sec. 355. Distribution of stock and securities of a controlled corporation, o.O., o.J.
- International Accounting Standards Committee Foundation (IASCF)** (*Leases*): Leases, London 2004.
- International Accounting Standards Committee Foundation (IASCF)** (*Proposed Improvements*): Proposed Improvements to International Accounting Standards May 2002, London 2002.
- Investment Property Databank (IPD)** (*Total Occupancy Cost Code*): IPD Occupiers Property Databank International Total Occupancy Cost Code, 3. Aufl., London 2004.
- Isenhöfer, Björn/Väth, Arno/Hofmann, Philip** (*Immobilienanalyse*): Immobilienanalyse, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollst. überarb. und erw. Aufl., München/Wien 2005, S. 391-451.
- Jewett, C. Lincoln** (*Surplus Real Estate*): How to market surplus real estate, in: Harvard Business Review, Vol. 55, No. 1, 1977, S. 7-10.
- Johnson, Linda L./Keasler, Terry** (*Industry Profile*): An Industry Profile of Corporate Real Estate, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 8, No. 4, 1993, S. 455-473.
- Jolicoeur, Pierre W./Barrett, James T.** (*Strategic Asset Management*): Coming of age: Strategic asset management in the municipal sector, in: Journal of Facilities Management, Vol. 3, No. 1, 2004, S. 41-52.
- Jones, Barclay G. III.** (*Underwriting Criteria*): Understanding the underwriting criteria for the net lease investor, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 6, No. 1, 2003, S. 8-14.
- Jones Lang LaSalle** (*Büronebenkostenanalyse*): Office Service Charge Analysis Reports: OSCAR 2004 - Büronebenkostenanalyse, Berlin et al. 2004.
- Jones Lang LaSalle** (*European Capital Markets*): European Capital Markets Bulletin, Full Year 2004, o.O., 2005.
- Jones Lang LaSalle** (*Flächenkennziffern*): Immobilien Management Benchmarking: Flächenkennziffern, o.O., 2004.
- Jones Lang LaSalle** (*Ownership Structures*): European Real Estate Ownership Structures: The drivers behind the evolution of Europe's real estate capital markets - The US influence, o.O., 2002.
- Jones Lang LaSalle** (*Pricing*): Letting and Pricing Space Contracts: The Third Way for Investors and Occupiers, London 1999.
- Jones Lang LaSalle** (*Strategic Consulting: Corporate Strategy*): Strategic Consulting: Corporate Strategy, <<http://www.joneslanglasalle.co.uk/en-gb/services/Consulting/CorporateStrategy/>>, Abrufdatum: 02.05.2005.
- Jordan, Alan/Dixon, Tim** (*PFI and Real Estate Partnerships*): Lessons from UK PFI and Real Estate Partnerships: Drivers, Barriers and Critical Success Factors - Introduction to a research project and report, The College of Estate Management at the University of Reading, Reading, o.J.

- Joroff, Michael** (*Rationalise*): What would you do? Rationalise our real estate portfolio - Comment 2, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 1, No. 1, 1998, S. 92-95.
- Joroff, Michael L.** (*Management Strategies*): Corporate Real Estate 2000 - Management Strategies for the Next Decade, in: Site Selection & Industrial Development, Vol. 37, No. 3, 1992, S. 1-6.
- Kaczmarczyk, Stan** (*Financial Impact*): Financial impact of alternative workplace strategies, in: Journal of Facilities Management, Vol. 3, No. 2, 2004, S. 117-124.
- Kaczmarczyk, Stan/Murtough, Judi** (*Performance*): Measuring the performance of innovative workplaces, in: Journal of Facilities Management, Vol. 1, No. 2, 2002, S. 163-176.
- Kadefors, Anna/Bröchner, Jan** (*Relations*): Building users, owners and service providers: new relations and their effects, in: Facilities, Vol. 22, No. 11/12, 2004, S. 278-283.
- Kadzis, Richard** (*2004 Winners*): Olympian Efforts Recognized: 2004 Winners - Global Innovators Awards Finalists Honed Skills, Knowledge to Compete with Corporate Real Estate's Top Performers, <http://www2.corenetglobal.org/learning/awards/global_innovators/index.vsp>, Boston, Abrufdatum: 28.04.2005.
- Kadzis, Richard** (*Bank of America's "BIG DEAL"*): 2004 CoreNet Global Innovator's Award: Finalist Presentation - Bank of America's "BIG DEAL" Sale and Lease-back Strategy, <http://www2.corenetglobal.org/learning/awards/global_innovators/2004_bank_of_america.vsp>, Abrufdatum: 28.04.2005.
- Kadzis, Richard** (*Royal Bank of Scotland's Structured Culture of Innovation*): 2004 CoreNet Global Innovator's Award: Finalist Presentation - Royal Bank of Scotland's Structured Culture of Innovation, <http://www2.corenetglobal.org/learning/awards/global_innovators/2004_royal_bank.vsp>, Abrufdatum: 28.04.2005.
- Kadzis, Richard** (*Shell Real Estate*): 2004 CoreNet Global Innovator's Award: Finalist Presentation - Shell Real Estate "Real Link" Database, <http://www2.corenetglobal.org/learning/awards/global_innovators/2004_shell.vsp>, Abrufdatum: 28.04.2005.
- Kadzis, Richard** (*Whirlpool's Global Asset Positioning Tool*): 2004 CoreNet Global Innovator's Award: Finalist Presentation - Whirlpool's Global Asset Positioning Tool - GAPT, <http://www2.corenetglobal.org/learning/awards/global_innovators/2004_whirlpool.vsp>, Abrufdatum: 28.04.2005.
- Kadzis, Richard** (*Workplace Performance*): Measuring Workplace Performance in the Information Age, in: Site Selection, Vol. 43, No. 4, 1998, S. 686-689.
- Kahn, Kenneth E.** (*Lease Management*): Controlling occupancy costs through lease management, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 1, No. 4, 1999, S. 369-375.
- Karlsgodt, Kurt E./Corwin, Clayton M.** (*Surplus Corporate Real Estate*): Optimising value of surplus corporate real estate to achieve business and community objectives, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 5, No. 3, 2003, S. 189-199.
- Katte, Hans Hermann et al.** (*Bewertungssysteme*): Bewertungssysteme für große Immobilienbestände, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 12. Jg., Nr. 1, 2001, S. 1-11.
- Keller, Jennifer W./Keller, Chris** (*Strategic Efficacy*): Bringing strategic efficacy to facility management through CAFM tools, in: Journal of Facilities Management, Vol. 3, No. 2, 2004, S. 125-144.

- Keller, Nico/Weber, Ernst** (*IAS 16*): Immobilien des Sachanlagevermögens (IAS 16), in: Weber, Ernst/Baumunk, Henrik (Hrsg.): IFRS Immobilien - Praxiskommentar der wesentlichen immobilienrelevanten International Financial Reporting Standards, München/Unterschleißheim 2005, S. 49-70.
- Kessler-Park, Rachel/Butler, Scott D.** (*Restructuring Corporate Real Estate*): Restructuring corporate real estate and facilities in mergers, acquisitions and consolidations, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 5, No. 1, 2002, S. 8-18.
- Kim, E. Han/Lewellen, Wilbur C./McConnell, John J.** (*Sale-and-Leaseback*): Sale-and-Leaseback Agreements and Enterprise Valuation, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 13, No. 5, 1978, S. 871-883.
- Kimble, Larry B./Rutherford, Ronald C.** (*Outsourcing*): Corporate Real Estate Outsourcing - A Survey of the Issues, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 8, No. 4, 1993, S. 525-540.
- Kleeman, Merrick R.** (*Opportunistic Investment*): Strategies for Opportunistic Investment in Real Estate, Institute for Fiduciary Education, Sacramento 2003.
- Kleiber, Wolfgang** (*Konzernbilanzen*): In den Konzernbilanzen sind künftig Marktwerte für Liegenschaften anzugeben, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 241, 15.10.2004, S. 45.
- Klein, Robert A.** (*Strategic Facilities Planning*): Strategic facilities planning: Keeping an eye on the long view, in: Journal of Facilities Management, Vol. 2, No. 4, 2004, S. 338-350.
- Kleine, Thorsten** (*Due Diligence*): Legal Due Diligence und Transaktionsmanagement, Vortrag im Rahmen der IIR Fachkonferenz "An- und Verkauf von Immobilienpaketen: Voraussetzungen für den erfolgreichen Deal", Düsseldorf 2004.
- Klinker, Klaus** (*Portfolio-Management*): Immobilien-Portfolio-Management-Modell, Vortrag im Rahmen des KPMG Immobilien Dialog, Frankfurt 1999.
- Klug, Walter** (*Immobilienaktien*): Immobilienaktien mit Rückenwind, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 41, 18.02.2005, S. 47.
- Knips, Werner** (*Corporate Real Estate Management*): Corporate Real Estate Management: CREM für die Imagepflege, in: ZIM, o.Jg., Nr. 4/2000, S. 18-21.
- Knof, Martin** (*Portfolio-Transaktionen*): Herausforderungen und Lösungen im Zusammenhang mit großen Portfolio-Transaktionen aus internationaler Sicht, Vortrag im Rahmen der IIR Fachkonferenz "An- und Verkauf von Immobilienpaketen: Voraussetzungen für den erfolgreichen Deal", Düsseldorf 2004.
- Knopp, Stefan** (*Bedarfs- und Optimierungsplanung*): Bedarfs- und Optimierungsplanung (BOP): das Fitnessprogramm für die Telekom-Immobilien, in: Eggert, Thomas/Hülsbömer, André (Hrsg.): Jahrbuch Corporate Real Estate 2004, Frankfurt 2004, S. 23-25.
- Kort, Katharina** (*Deutsche-Bank-Filialen*): Investor kauft Deutsche-Bank-Filialen, in: Handelsblatt, Nr. 252, 28.12.2004, S. 17.
- Kort, Katharina/Potthoff, Christian** (*Renditeziel*): Deutsche Bank erreicht erstmals umstrittenes Renditeziel, in: Handelsblatt, Nr. 83, 29.04.2005, S. 1.
- Kreikebaum, Hartmut** (*Strategische Unternehmensplanung*): Strategische Unternehmensplanung, 6., überarb. und erw. Aufl., Stuttgart/Berlin/Köln 1997.

- Kruger, Jennifer** (*Fixed-Asset Fix*): Fixed-Asset Fix: With mergers creating more unwanted property, finance executives must come up with creative ways of unloading it, in: CFO, Vol. 15, No. 2, 1999, S. 77-79.
- Krumm, Peter J.M.M.** (*History*): History of real estate management from a corporate perspective, in: Facilities, Vol. 19, No. 7/8, 2001, S. 276-286.
- Krumm, Peter J.M.M./de Vries, Jackie** (*Value Creation*): Value creation through the management of corporate real estate, in: Journal of Property Investment & Finance, Vol. 21, No. 1, 2003, S. 61-72.
- Krumm, Peter J.M.M./Dewulf, Geert/de Jonge, Hans** (*Added Value*): Managing key resources and capabilities: pinpointing the added value of corporate real estate management, in: Facilities, Vol. 16, No. 12/13, 1998, S. 372-379.
- Krumm, Peter J.M.M./Dewulf, Geert/de Jonge, Hans** (*Evolving Structures*): The impact of evolving structures on managing corporate real estate, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 2, No. 1, 1999, S. 58-67.
- Krumm, Peter J.M.M./Linneman, Peter** (*Corporate Real Estate Management*): Corporate Real Estate Management, Samuel Zell and Robert Lurie Real Estate Center at The Wharton School, University of Pennsylvania, Working Paper # 370, Philadelphia 2001.
- Kühni, Christian/Christmann, Björn** (*Aventis*): Corporate real estate management at Aventis, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 6, No. 3, 2004, S. 265-277.
- Kühni, Christian/Christmann, Björn** (*Fallstudie Aventis*): Fallstudie Aventis - Aventis Real Estate, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, 2., aktual. u. erw. Aufl., Köln 2004, S. 393-408.
- Kummer, Joachim** (*Portfoliotransaktionen*): Nationale und internationale Immobilien-Portfoliotransaktionen, Vortrag im Rahmen der IIR Fachkonferenz "An- und Verkauf von Immobilienpaketen: Voraussetzungen für den erfolgreichen Deal", Düsseldorf 2004.
- Lachman, M. Leanne** (*Core Real Estate*): What is Core Real Estate? Where are the Opportunities Today?, Institute for Fiduciary Education, Sacramento 2000.
- Lachman, M. Leanne/Harned, Peter** (*Leverage*): The Case for Strategic Leverage, Institute for Fiduciary Education, Sacramento 2002.
- Lam, Danny/Kanz, John** (*Corporate Real Estate*): Corporate Real Estate Can Be a Profit Center, in: Site Selection, Vol. 43, No. 4, 1998, S. 693-696.
- Lambert, Sandra/Poteete, Jean/Waltch, Alison** (*High-Performance*): Generating High-Performance Corporate Real Estate Service, IDRC Research Series Report No. 52, Norcross, Georgia 1995.
- Land Securities** (*Report*): Report and Financial Statements, London 2001.
- Land Securities Trillium** (*BBC Partnership*): The BBC partnership, London, o.J.
- Lang, Harry** (*IAS/IFRS-Bilanzierung*): Immobilienvermögen in der IAS/IFRS-Bilanzierung, in: Immobilien & Finanzierung - Der langfristige Kredit, 54. Jg., Nr. 10, 2003, S. 342-345.
- Laposa, Steven/Charlton, Mark** (*Property Holdings*): European versus US corporations: A comparison of property holdings, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 4, No. 1, 2001, S. 34-47.

- Laws, Martin** (*Corporate Governance*): Reacting to changes in corporate governance, Paper presented at the The seventh OPD conference, Canary Wharf 2005.
- Lawson, David** (*Assets*): Covering their assets, in: Property Week, <<http://www.property-week.co.uk/>>, Erscheinungsdatum: 01.03.2001, Abrufdatum: 15.06.2003.
- Leary, Theodore M. Jr.** (*Investment Strategy*): Should "Development" Be Part of a "Value-added" Investment Strategy?, Institute for Fiduciary Education, Sacramento 2001.
- Leinemann, Martin** (*Immobilienbewertung nach IAS*): Immobilienbewertung nach IAS: "Cherry picking" bei Immobilienbewertung nicht erlaubt, in: Immobilien Zeitung, Nr. 6, 15.03.2001, S. 16.
- Lev, Baruch** (*Operating Leverage and Risk*): On the Association between Operating Leverage and Risk, in: Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 9, No. 4, 1974, S. 627-641.
- Levin, Gerald J.** (*Sale-Leaseback*): Is the Time Right For a Sale-Leaseback?, in: Financial Executive, Vol. 20, No. 6, 2004, S. 58-59.
- Levy, Gerald M./Matz, Elliott S.** (*Choosing*): Choosing Strategic Objectives, in: Silverman, Robert A. (Hrsg.): Corporate Real Estate Handbook: Strategies For Improving Bottom-Line Performance, New York et al. 1987, S. 17-32.
- Leykam, Monica** (*Bilanzierungsregeln*): Neue Bilanzierungsregeln: "Die finanzielle Schmerzgrenze ist noch nicht erreicht", in: Immobilien Zeitung, Nr. 4/2003, 13.02.2003, S. 4.
- Leykam, Monica** (*Flächenverbrauch*): Arbeitsplatzkosten für Büros: Flächenverbrauch rückläufig, in: Immobilien Zeitung, Nr. 16, 28.07.2005, S. 4.
- Leykam, Monica** (*Landentwickler*): Aurelis Real Estate: Der größte Landentwickler Europas geht an den Start, in: Immobilien Zeitung, Nr. 19, 12.09.2002, S. 5.
- Leykam, Monica** (*Sale-and-Leaseback*): Sale-and-Leaseback: W.P. Carey macht den ersten Deal, in: Immobilien Zeitung, Nr. 1/2, 15.01.2004, S. 5.
- Leykam, Monica** (*Spin-offs*): Verband der Immobilien-AGs wird aktiv: "Spin-offs für 40 Mrd. Euro möglich", in: Immobilien Zeitung, Nr. 7, 23.03.2000, S. 4.
- Leykam, Monica** (*US-Marktführer*): Sale-and-Leaseback: US-Marktführer bereitet Einstieg in Deutschland vor, in: Immobilien Zeitung, Nr. 17, 14.08.2003, S. 1.
- Leykam, Monica** (*W.P. Carey*): W.P. Carey: Die Unreife Europas nutzen, in: Immobilien Zeitung, Nr. 7, 25.03.2004, S. 3.
- Leykam, Monika** (*Investmentmarkt*): Investmentmarkt: Niedergang der Hochburgen, in: Immobilien Zeitung, Nr. 03, 29.01.2004, S. 1.
- Leykam, Monika** (*Opportunistische Investments*): Opportunistische Investments: Renditeerwartungen nach unten korrigiert, in: Immobilien Zeitung, Nr. 7, 29.03.2001, S. 4.
- Leykam, Monika** (*Potential*): Outsourcing: Gigantisches Potential, in: Immobilien Zeitung, Nr. 18, 02.09.2004, S. 1.
- Lietz, Cordell A.** (*Development Joint Ventures*): Opportunity and Risk In Development Joint Ventures, Institute of Fiduciary Education, Sacramento 1999.
- Linneman, Peter** (*Coming Disposal*): The Coming Disposal of Corporate Real Estate, Samuel Zell and Robert Lurie Real Estate Center at The Wharton School, University of Pennsylvania, Working Paper # 302, 1998.

- Linneman, Peter** (*Corporate Real Estate Strategies*): Corporate Real Estate Strategies, Samuel Zell and Robert Lurie Real Estate Center at The Wharton School, University of Pennsylvania # 312, Philadelphia 1998.
- Linneman, Peter** (*Real Estate Private Equity*): Immobilie als Asset: Real Estate Private Equity Funds, in: Immobilien & Finanzierung - Der langfristige Kredit, 53. Jg., Nr. 14, 2002, S. 432-435.
- Linneman, Peter** (*Corporate Real Estate Market*): The Changing Corporate Real Estate Market, in: Heffes, Ellen/Parker, Joel R. (Hrsg.): Managing for Shareholder Value: A Summary of Proceedings from IDRC's Executive Management Seminar on Value-Based Management, The IDRC Foundation Research Bulletin No. 18, Philadelphia 1997, S. 10-14.
- Linneman, Peter/Moy, Deborah C.** (*Return Profiles*): Understanding the Return Profiles of Real Estate Investment Vehicles, in: Wharton Real Estate Review, Vol. 7, No. 2, 2003, S. 12-29.
- Linneman, Peter/Ross, Stanley** (*Private Equity Funds*): Real Estate Private Equity Funds, in: Wharton Real Estate Review, Vol. 6, No. 1, 2003, S. 5-22.
- Lino, Raffaele** (*Konzernstrategien*): Konzernstrategien für Immobilien, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 21, 25.01.2002, S. 57.
- Liow, Kim Hiang** (*Acquisition and Disposal*): Acquisition and disposal of corporate real estate: some UK evidence, in: Journal of Property Finance, Vol. 6, No. 4, 1995, S. 19-32.
- Liow, Kim Hiang** (*Performance*): Corporate Real Estate and Stock Market Performance, in: Journal of Real Estate Finance and Economics, Vol. 29, No. 1, 2004, S. 119-140.
- Liow, Kim Hiang/Ooi, Joseph T.L.** (*Analysis and Management*): Current issues in strategic corporate real estate asset analysis and management, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 2, No. 3, 2000, S. 240-249.
- Liow, Kim Hiang/Ooi, Joseph T.L.** (*Wealth*): Does corporate real estate create wealth for shareholders?, in: Journal of Property Investment & Finance, Vol. 22, No. 5, 2004, S. 386-400.
- Lizieri, Colin M./Gibson, Virginia A.** (*Flexibility*): Changes and flexibility: The role of serviced office space in corporate property portfolios and office markets, RICS Foundation Paper Series, Vol. 3, No. 12, London 2000.
- Lizieri, Colin M./Oughton, Melanie/Baum, Andrew** (*Who Owns the City?*): Who owns the city 2001? An Examination of Office Ownership in the City Of London, A Research Project funded by Development Securities, The University of Reading, Reading 2001.
- Lizieri, Colin M./Ward, Charles** (*"Financial Alchemy"*): "Financial Alchemy" or a Zero Sum Game? Real Estate Finance, Securitisation and the UK Property Market, Paper presented at the International Real Estate Society Conference, Girdwood 2001.
- Louargand, Marc** (*Enterprise Value*): Real estate's influence on enterprise value, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 1, No. 3, 1999, S. 254-261.
- Louko, Antti** (*Portfolio Outsourcings*): Four cases of corporate real estate portfolio outsourcings, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 7, No. 1, 2005, S. 72-86.

- Lubieniecki, Edward C./Desrocher, Nina J.** (*Performance Scorecard*): The case for simple comparison: A simple performance scorecard for effectiveness and efficiency, in: *Journal of Corporate Real Estate*, Vol. 6, No. 1, 2003, S. 39-52.
- Lucius, Dominik I.** (*Real Options*): Real options in real estate development, in: *Journal of Property Investment & Finance*, Vol. 19, No. 1, 2000, S. 73-78.
- Lyne, Jack** (*Expansion*): Galloping Gazelles: Unorthodox Strategies Fuel Their Mercu-
rial Expansion, in: *Site Selection*, Vol. 43, No. 3, 1998, S. 492-498.
- Lyne, Jack** (*"Space Wars"*): Sun Microsystems' Klaus Kramer: Winning the High-Tech
"Space Wars" With In-House Firepower, in: *Site Selection & Industrial Develop-
ment*, Vol. 35, No. 3, 1990, S. 646-654.
- Lyne, Jack** (*Revolution*): IDRC's Real Estate Revolution: Occupancy Costs Plummet,
Productivity Crests, in: *Site Selection*, Vol. 40, No. 2, 1995, S. 198-220.
- Lyons, Edward R.** (*Global Outsourcing*): Towards global outsourcing: Leveraging va-
lue for an international portfolio, in: *Journal of Corporate Real Estate*, Vol. 3, No.
4, 2001, S. 346-355.
- M.M. Warburg & CO** (*Einführung von REITs*): Einführung von REITs in Deutschland,
Hamburg 2005.
- Mackay, Darcy Frank/Kessler-Park, Rachel** (*Disposal of Special-Purpose Assets*):
The science behind real estate: The disposal of special-purpose assets, in: *Jour-
nal of Corporate Real Estate*, Vol. 7, No. 1, 2005, S. 8-22.
- Maisch, Michael** (*Immobilien-Verkäufe*): Banker setzen auf Immobilien-Verkäufe, in:
Handelsblatt, Nr. 245, 16.12.2004, S. 20.
- Mandelker, Gershon N./Rhee, S. Ghon** (*Systematic Risk*): The Impact of the Degrees
of Operating and Financial Leverage on Systematic Risk of Common Stock, in:
Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 19, No. 1, 1985, S. 45-57.
- Manning, Chris/Rodriguez, Mauricio/Ghosh, Chinmoy** (*Location Strategy*): Devising
a Corporate Facility Location Strategy to Maximise Shareholder Wealth, in: *Jour-
nal of Real Estate Research*, Vol. 17, No. 3, 1999, S. 321-340.
- Manning, Chris/Rodriguez, Mauricio/Roulac, Stephen E.** (*Functions*): Which Corpo-
rate Real Estate Management Functions Should be Outsourced, in: *Journal of
Real Estate Research*, Vol. 14, No. 3, 1997, S. 259-274.
- Manning, Chris/Roulac, Stephen E.** (*Corporate Real Estate Research*): Lessons from
the Past and Future Directions for Corporate Real Estate Research, in: *Journal of
Real Estate Research*, Vol. 22, No. 1/2, 2001, S. 7-43.
- Manning, Chris/Roulac, Stephen E.** (*Research*): Corporate Real Estate Research
within the Academy, in: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 17, No. 3, 1999, S.
265-279.
- Manning, Christopher A.** (*Economics*): The economics of real estate decisions, in:
Harvard Business Review, Vol. 64, No. 6, 1986, S. 12-22.
- Mansour, Asieh** (*"Value-Added" Real Estate Investments*): The Case for "Value-
Added" Real Estate Investments in a Pension Fund Portfolio, Institute for Fiducia-
ry Education, Sacramento 2003.
- Markowitz, Harry M.** (*Foundations of Portfolio Theory*): Foundations of Portfolio Theo-
ry, in: *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 2, 1991, S. 469-477.
- Markowitz, Harry M.** (*Portfolio Selection*): Portfolio Selection, in: *Journal of Finance*,
Vol. 7, No. 1, 1952, S. 77-91.

- Maschmeier, Rainer/Billwiller, Christoph** (*Vertragsgestaltung*): Rechtliche Schwerpunkte bei der Vertragsgestaltung, Vortrag im Rahmen der IIR Fachkonferenz "An- und Verkauf von Immobilienpaketen: Voraussetzungen für den erfolgreichen Deal", Düsseldorf 2004.
- Mather, Jane E.** (*Intuition vs. Analysis*): Decision making in an uncertain world: Intuition vs analysis, Paper presented at the The seventh OPD conference, Canary Wharf 2005.
- Mather, Jane E.** (*Occupancy Planning*): Best practices for high-level occupancy planning: Data and analysis, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 6, No. 2, 2004, S. 162-193.
- Mattson-Teig, Beth** (*Value Approach*): Value Approach, in: National Real Estate Investor, Vol. 42, No. 6, 2000, S. 139-144.
- McAllister, Patrick** (*Pricing*): Pricing Short Leases And Break Clauses Using Simulation Methodology, in: Journal of Property Investment & Finance, Vol. 19, No. 4, 2001, S. 361-374.
- McAllister, Patrick** (*Service Industry*): From rents to revenues: can property become a service industry?, Report for the Education Trust of the Royal Institution of Chartered Surveyors, Reading 2003.
- McBlaine, Richard/Moritz, Debra** (*Outsourcing*): Transformational outsourcing: Delivering on the promise, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 5, No. 1, 2002, S. 57-64.
- McCann, Philip** (*Optimal Length*): The optimal length of an industrial tenancy, in: Journal of Property Research, Vol. 18, No. 4, 2001, S. 321-340.
- McCourt, Sean/Holland, Peter/Hunter, Sam** (*Performance Ratios*): Corporate Real Estate Performance Ratios, IDRC Research Series Report No. 61, Norcross 2001.
- McDonagh, John** (*Performance*): Measuring Corporate Real Estate Asset Management Performance, Paper presented at the Pacific Rim Real Estate Society Conference, Christchurch 2002.
- McDonagh, John/Hayward, Timothy** (*Outsourcing*): The Outsourcing of Corporate Real Estate Asset Management in New Zealand, Paper presented at the Pacific Rim Real Estate Society Conference, Sydney 2000.
- McGregor, Wes** (*Workspace Portfolio*): The Advanced Workspace Portfolio, Advanced Working Papers - A series of thought provoking insights into work and the workplace, London 2002.
- McMahan, John/Light, Andrew** (*Portfolio Management*): What would you do? Portfolio management at Alliance Corporation, Comment 2, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 2, No. 2, 2000, S. 187-189.
- McNamara, Nick** (*Future Role*): The future role of the property director, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 4, No. 2, 2002, S. 122-128.
- Meise, Florian** (*Realoptionen*): Realoptionen als Investitionskalkül: Bewertung von Investitionen unter Unsicherheit, München/Wien/Oldenburg 1998.
- Meissl Årebo, Ingrid/Gantenbein, Pascal** (*Ausgliederung*): "Die Ausgliederung von Liegenschaften lohnt sich nicht immer", in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 151, 03.07.2001, S. B23-24.

- Meyer, Roswitha** (*Entscheidungstheorie*): Entscheidungstheorie - Ein Lehr- und Arbeitsbuch, 2., durchgesehene Aufl., Wiesbaden 2000.
- Miles, Mike** (*U.S. Real Estate*): What is the value of all U.S. real estate?, in: Real Estate Review, Vol. 20, No. 2, 1990, S. 69-77.
- Miles, Mike et al.** (*America's Real Estate Wealth*): A Detailed Look at America's Real Estate Wealth, in: Journal of Property Management, Vol. 56, No. 4, 1991, S. 45-50.
- Miles, Mike/Pringle, John/Webb, Brian R.** (*Modeling*): Modeling the Corporate Real Estate Decision, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 4, No. 3, 1989, S. 47-66.
- Monger, Sam J.** (*Public Finance Initiative*): Success Breeds Success: Corporate Property and the Public Finance Initiative, in: Global Real Estate Now, Vol. 5, No. 3, 2000, S. 18-21.
- Morgan, Andrew** (*Impact*): The impact of Property on Corporate Performance, Occupier.Org Working Paper # 6, o.O., 2002.
- Morgan Stanley** (*Immobilienmonetarisierung*): Immobilienmonetarisierung von Unternehmen, o.O., 12.11.2004.
- Mount, Sharon K.** (*Strategic Facilities Planning*): Strategic Facilities Planning as a Component of the Business Plan, in: Site Selection & Industrial Development, Vol. 35, No. 4, 1990, S. 1-4.
- Müller, Fritz** (*Strukturierung und Finanzierung*): Neue Wege in der Strukturierung und Finanzierung von Immobilieninvestments, in: Eggert, Thomas/Hülsbömer, André (Hrsg.): Jahrbuch Corporate Real Estate 2004, Frankfurt 2004, S. 40-42.
- Myer, F.C. Neil/He, Ling T./Webb, James R.** (*Sell-Offs*): Sell-Offs of U.S. Real Estate: The Effect of Domestic versus Foreign Buyers in Shareholder Wealth, in: Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 20, No. 3, 1992, S. 487-500.
- Nappi-Choulet, Ingrid** (*Corporate Property Outsourcing*): Corporate Property Outsourcing in Europe: Present Trends and New Approach for Real Estate Economics, Paper presented at the IPD European Property Strategies Conference, Wiesbaden 2002.
- Naubereit, Philipp/Gier, Sonja** (*Securitization in Real Estate*): An Institutional Economic Analysis of Securitization in Real Estate, Paper presented at the Pacific Rim Real Estate Society Conference, Christchurch 2002.
- Neidich, Daniel/Steinberg, Thomas M.** (*New Equity*): Corporate real estate: source of new equity?, in: Harvard Business Review, Vol. 62, No. 4, 1984, S. 76-83.
- Nelson Bakewell/OPD** (*Shorter Leases*): Corporate Strategy 2004: Shorter Leases - How Long?, London 2004.
- Nelson, Theron R./Potter, Thomas/Wilde, Harold H.** (*Real Estate Assets*): Real estate assets on corporate balance sheets, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 2, No. 1, 1999, S. 29-40.
- Noha, Edward A.** (*Benchmarking*): Benchmarking: The Search for Best Practices in Corporate Real Estate, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 8, No. 4, 1993, S. 511-523.
- Nordwig, Helmut** (*Büro*): Das Büro als kreativer Ort, in: Fraunhofer Magazin, o.Jg., Nr. 2/1999, S. 28-29.

- Nourse, Hugh O.** (1990s): Managing Corporate Real Estate in the 1990s, in: Site Selection & Industrial Development, Vol. 36, No. 2, 1991, S. 18-21.
- Nourse, Hugh O.** (*Flexibility*): Real estate flexibility must complement business strategy, in: Real Estate Review, Vol. 21, No. 4, 1992, S. 25-27.
- Nourse, Hugh O.** (*Real Property Performance*): Measuring Business Real Property Performance, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 9, No. 4, 1994, S. 431-444.
- Nourse, Hugh O.** (*Vertical Integration*): Corporate real estate ownership as a form of vertical integration, in: Real Estate Review, Vol. 20, No. 3, 1990, S. 68-72.
- Nourse, Hugh O./Kingery, Dorothy** (*Surplus Corporate Real Estate*): Survey of Approaches to Disposing of Surplus Corporate Real Estate, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 2, No. 1, 1987, S. 51-59.
- Nourse, Hugh O./Roulac, Stephen E.** (*Linking Real Estate Decisions*): Linking Real Estate Decisions to Corporate Strategy, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 8, No. 4, 1993, S. 475-494.
- o.V.** (*Abbey*): Abbey faces uncertain future, in: Banker, Vol. 151, No. 899, 2001, S. 75.
- o.V.** (*Ausländische Investoren*): Jones Lang LaSalle Jahrespressekonferenz - Konkunktur trifft Immobilienmärkte mittelfristig stärker als bisher erwartet - Ausländische Investoren verärgert, in: Der Immobilien Brief, Nr. 32, 18.12.2002, S. 3-5.
- o.V.** (*Beute*): DB Real Estate - Drum prüfe, wo die fette Beute schwimmt, in: Immobilien & Finanzierung, 53. Jg., Nr. 6, 2002, S. 157.
- o.V.** (*Boeing's Big Move*): Inside Boeing's Big Move, in: Harvard Business Review, Vol. 79, No. 9, 2001, S. 22-23.
- o.V.** (*CRE Portfolios*): CoreNet: CRE Portfolios Continue to Shrink, in: Facilities Design & Management, Vol. 22, No. 2, 2003, S. 11.
- o.V.** (*Gabler Wirtschaftslexikon*): Gabler Wirtschaftslexikon - Die ganze Welt der Wirtschaft: Betriebswirtschaft, Volkswirtschaft, Recht und Steuern, 16., vollst. überarb. und aktual. Aufl., Band 2: Bf-E, Wiesbaden 2005.
- o.V.** (*IAS*): "Big Bang" in den Bilanzen blieb aus: Trotz IAS werden Immobilien weiterhin nicht nach Marktwert bewertet, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 53, 04.03.2005, S. V3.
- o.V.** (*Issues*): Transcripts from the Issues Forum, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 1, No. 3, 1999, S. 231-234.
- o.V.** (*Lloyds Pitches Offer*): Lloyds Pitches Offer To Abbey Investors, in: American Banker, Vol. 165, No. 238, 2000, S. 3.
- o.V.** (*Monetizing*): Monetizing Real Estate, in: Financial Executive, Vol. 17, No. 7, 2001, S. 10.
- o.V.** (*New Economy*): A new economy for Europe?, in: Business Europe, Vol. 39, No. 19, 1999, S. 1-2.
- o.V.** (*Prudential Real Estate Investors*): Prudential Real Estate Investors, The Institutional Real Estate Letter, Parsippany 2003.
- o.V.** (*Real Estate Planning*): Management Strategy: Real Estate Planning In The Financial Services Arena, in: Site Selection, Vol. 44, No. 3, 1999, S. 398-406.
- o.V.** (*Tactical Maneuvers*): Tactical Maneuvers, in: Real Estate Forum, Vol. 58, No. 4, 2003, S. 61-65.

- o.V.** (*Verwertungsverfahren*): Umstrukturierung freiwerdender Bundeswehrliegenschaften: Verwertungsverfahren - Ansprechpartner für Konversionsfragen und wirtschaftliche Förderung, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 13. Jg., Nr. 2, 2002, S. 101-103.
- o.V.** (*Workplace Performance*): Case Study: BP America, Inc. North America - Understanding Workspace Improves Workplace Performance, in: Building Design & Construction, Vol. 33, No. 4, 2003, S. 33-34.
- O'Connor, Ashling** (*BBC Property Deal*): BBC property deal to fund shows, in: Financial Times, 18.09.2001, S. 24.
- Oehme, Michael** (*Konzerne*): Konzerne trennen sich vom Beton, in: Welt am Sonntag, Nr. 28, 11.07.2004, S. 39.
- O'Mara, Martha** (*Demand Forecasting*): Strategies for demand forecasting in corporate real estate portfolio management, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 2, No. 2, 2000, S. 123-137.
- O'Mara, Martha A.** (*Fast Growth*): What would you do? Fast growth at Networks Inc, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 1, No. 3, 1999, S. 299-308.
- O'Mara, Martha A.** (*Strategy and Place*): Strategy and place: managing corporate real estate and facilities for competitive advantage, New York 1999.
- Opitz, Gerhard** (*geschlossene Immobilienfonds*): Finanzierung durch geschlossene Immobilienfonds, in: Schulte, Karl-Werner et al. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Banking: Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 89-117.
- O'Roarty, Brenna** (*Flexible Space*): Flexible space solutions: An opportunity for occupiers and investors, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 3, No. 1, 2001, S. 69-80.
- Osgood, Robert T. Jr.** (*Benchmarking*): The Strategy Alignment Model: Benchmarking for Competitive Advantage, in: Site Selection, Vol. 47, No. 3, 2002, S. 303-308.
- Osgood, Robert T. Jr.** (*Defining Real Estate Strategies*): The Strategy Alignment Model: Defining Real Estate Strategies in the Context of Organizational Outcomes, in: Site Selection, Vol. 47, No. 1, 2002, S. 46-48.
- Osgood, Robert T. Jr.** (*Strategy Alignment*): Strategy Alignment: Measuring Real Estate in the Context of Organizational Outcomes, in: Corporate Real Estate Leader, Vol. 2, No. 3, 2003, S. 16-18.
- Osgood, Robert T. Jr.** (*Strategy Alignment Model*): Translating organisational strategy into real estate action: The strategy alignment model, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 6, No. 2, 2004, S. 106-117.
- Ouye, Joe/Kramer, Klaus/Douglas, Glen** (*Strategic Facility Planning*): Planning the Unplannable: Strategic Facility Planning Models for Turbulent Environments, in: Site Selection & Industrial Development, Vol. 35, No. 4, 1990, S. 9-14.
- Owers, James E./Rogers, Ronald C.** (*Sell-Off*): The Divestiture of Real Estate Assets by Sell-Off, in: Real Estate Issues, Vol. 11, No. 1, 1986, S. 29-35.
- Padavano, Kurt R.** (*Benchmarking*): Benchmarking: Strategies for gauging operational performance, in: Journal of Facilities Management, Vol. 3, No. 2, 2004, S. 145-159.

- Pagliari, Joseph L. Jr./Scherer, Kevin A./Monopoli, Richard T.** (*Real Estate Equities*): Public Versus Private Real Estate Equities: A More Refined, Long-Term Comparison, in: *Real Estate Economics*, Vol. 33, No. 1, 2005, S. 147-187.
- Palmon, Dan/Seidler, Lee J.** (*Market Inefficiency*): Current Value Reporting of Real Estate Companies and a Possible Example of Market Inefficiency, in: *The Accounting Review*, Vol. 53, No. 3, 1978, S. 776-790.
- Parker, Joel R.** (*Performance*): Corporate Real Estate Performance Ratios: How Does Your Organization Stack Up?, in: *Site Selection*, Vol. 47, No. 3, 2002, S. 252-254.
- Parker, Randy** (*Timing*): Exit Strategy, Market Timing, and Maximizing Returns, Institute for Fiduciary Education, Sacramento 2004.
- Pederson, Rick A.** (*Corporate Real Estate (1, 1)*): Corporate real estate and capital markets, in: *Journal of Corporate Real Estate*, Vol. 1, No. 1, 1998, S. 75-84.
- Pederson, Rick A.** (*Corporate Real Estate (1, 4)*): Corporate real estate and capital markets, in: *Journal of Corporate Real Estate*, Vol. 1, No. 4, 1999, S. 343-347.
- Pederson, Rick A.** (*Corporate Real Estate (2, 1)*): Corporate real estate and capital markets, in: *Journal of Corporate Real Estate*, Vol. 2, No. 1, 1999, S. 82-87.
- Pederson, Rick A.** (*Flexible Product*): Future perfect corporate real estate - Part 2: The need for flexible product, in: *Journal of Corporate Real Estate*, Vol. 2, No. 4, 2000, S. 387-394.
- Pederson, Rick A./Wootten, Tom** (*Market Focus*): Market focus, in: *Journal of Corporate Real Estate*, Vol. 5, No. 4, 2003, S. 366-369.
- Pelzeter, Andrea** (*Büroarbeitsplätze*): Büroarbeitsplätze: Die Sehnsucht nach der Höhle, in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 16, 31.07.2003, S. 16.
- Pelzl, Wolfgang/Amon, Markus** (*Entscheidungstransparenz*): Kommunales Immobilienmanagement, Teil 3: Entscheidungstransparenz statt Renditeoptimierung, in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 23, 07.11.2002, S. 11.
- Peterson, Pamela P.** (*Event Studies*): Event Studies: A Review of Issues and Methodology, in: *Quarterly Journal of Business & Economics*, Vol. 28, No. 3, 1989, S. 36-66.
- Pfnür, Andreas** (*Immobilienmanagement*): Modernes Immobilienmanagement: Facility Management, Corporate Real Estate Management und Real Estate Investment Management, 2., aktual. u. erw. Aufl., Berlin/Heidelberg/New York 2004.
- Pfnür, Andreas** (*Organisation des Immobilienmanagements*): Stand und Entwicklung der Organisation des Immobilienmanagements bei Großunternehmen in Deutschland, Arbeitsbereich Öffentliche Wirtschaft am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg, Arbeitspapier # 24, Hamburg 1998.
- Pfnür, Andreas/Armonat, Stefan** (*Conflict*): German corporate property and the conflict between real estate investment and operating resources, in: *Journal of Corporate Real Estate*, Vol. 5, No. 4, 2003, S. 312-330.
- Pfnür, Andreas/Armonat, Stefan** (*Desinvestment*): Desinvestment von Unternehmensimmobilien unter besonderer Berücksichtigung der Vermarktungsmöglichkeiten, Arbeitsbereich Öffentliche Wirtschaft, Fachbereich Wirtschaftswissenschaften, Universität Hamburg, Arbeitspapier # 32, Hamburg 2004.

- Pfnür, Andreas/Hedden, Nele** (*Corporate Real Estate 2002*): Ergebnisbericht zur empirischen Untersuchung "Corporate Real Estate 2002 - Institutionalisierung des betrieblichen Immobilienmanagements", Arbeitsbereich öffentliche Wirtschaft am Fachbereich Wirtschaftswissenschaften der Universität Hamburg, Arbeitspapier # 28, Hamburg 2002.
- Pfnür, Andreas/Schäfer, Christina/Armonat, Stefan** (*Real Option*): Aligning corporate real estate to real estate investment functions: Improved property decision making using a real option approach, in: *Journal of Corporate Real Estate*, Vol. 6, No. 3, 2004, S. 243-263.
- Pierschke, Barbara** (*Facilities Management*): Facilities Management, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): *Immobilienökonomie*, Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 2., überarb. Aufl., München/Wien 2000, S. 275-315.
- Pierschke, Barbara/Pelzeter, Andrea** (*Facilities Management*): Facilities Management, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): *Immobilienökonomie*, Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollst. überarb. und erw. Aufl., München/Wien 2005, S. 343-387.
- Pittman, Robert H./Parker, Joel R.** (*Corporate Real Estate Performance*): A Survey of Corporate Real Estate Executives on Factors Influencing Corporate Real Estate Performance, in: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 4, No. 3, 1989, S. 107-119.
- Plattes, Urban** (*Fallstudie KarstadtQuelle-Gruppe*): Fallstudie KarstadtQuelle-Gruppe, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): *Handbuch Corporate Real Estate Management*, 2., aktual. u. erw. Aufl., Köln 2004, S. 439-458.
- Pollert, William R./Glickman, Edwin J.** (*Optimizing Shareowner Value*): Optimizing Shareowner Value from Corporate Real Estate Assets, in: *Strategic Finance*, Vol. 82, No. 10, 2001, S. 33-37.
- Pollina, Ronald R.** (*Subleasing Rights*): Getting the Most from Your Subleasing Rights, in: *Site Selection & Industrial Development*, Vol. 36, No. 6, 1991, S. 27-30.
- Porten, Thomas** (*Buy-and-hold*): Corporate Real Estate Management: „Mit Buy-and-hold ist kein Blumentopf mehr zu gewinnen“, in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 11, 25.05.2001, S. 2.
- Pott, Wolfgang** (*Ausverkauf*): Ausverkauf der stillen Reserven: Auf 170 Milliarden Euro wird das Immobilien-Vermögen der deutschen Dax-Unternehmen geschätzt, in: *Welt am Sonntag*, Nr. 3, 16.01.2005, S. 90.
- Potthoff, Christian** (*Sparkurs*): Sparkurs kostet Deutsche Bank mindestens 600 Millionen Euro, in: *Handelsblatt*, Nr. 11, 17.01.2005, S. 21.
- Prahalad, C. K./Hamel, Gary** (*Core Competence*): The Core Competence of the Corporation, in: *Harvard Business Review*, Vol. 68, No. 3, 1990, S. 79-91.
- Pressler, Sheryl** (*Core Real Estate*): Core Real Estate: Today's Core Values, Institute for Fiduciary Education, Sacramento 2001.
- Price, If** (*Productivity*): Linking facilities to corporate productivity - can it be done?, Occupier.Org Working Paper # 5, Sheffield 2002.
- Pritchard, Karen/Bell, Stephen** (*Portfolio Management*): What would you do? Portfolio management at Alliance Corporation, Comment 1, in: *Journal of Corporate Real Estate*, Vol. 2, No. 2, 2000, S. 184-186.

- Puleo, Grant** (*Biotechnology Leasing*): Biotechnology leasing: Special issues in leasing laboratory space, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 5, No. 4, 2003, S. 331-343.
- Rabianski, Joseph S./DeLisle, James R. /Carn, Neil G.** (*Site Selection*): Corporate Real Estate Site Selection: A Community-Specific Information Framework, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 22, No. 1/2, 2001, S. 165-198.
- Raffée, Hans** (*Betriebswirtschaftslehre*): Grundprobleme der Betriebswirtschaftslehre, Göttingen 1974.
- Ratcliffe, John** (*Scenario Building*): Scenario building: a suitable method for strategic property planning?, in: Property Management, Vol. 18, No. 2, 1999, S. 127-144.
- Ratner, Juliana** (*Outsourcing*): Large companies across Europe are increasingly outsourcing the ownership and the management of property as away to free capital, allowing them to focus on their core business and fend off takeovers, in: Financial Times, 14.03.2003, S. 2.
- Raum, Bernd** (*Due Diligence*): Due Diligence Real Estate, in: Immobilien & Finanzierung - Der langfristige Kredit, 53. Jg., Nr. 5, 2002, S. 134-138.
- Redman, Arnold L./Tanner, John R.** (*Acquisition and Disposition*): The Acquisition and Disposition of Real Estate by Corporate Executives: A Survey, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 4, No. 3, 1989, S. 67-80.
- Reiss, Dale Anne** (*Real Estate Private Equity Funds*): Opportunistic Investing: Real Estate Private Equity Funds, Ernst & Young, New York 2002.
- Reiss, Dale Anne/Levinson, Deborah/Presant, Sanford** (*Opportunistic Investing*): Opportunistic Investing and Real Estate Private Equity Funds, in: Wharton Real Estate Review, Vol. 6, No. 1, 2002, S. 39-58.
- Reppert, Isabell** (*Paketverkäufe*): Immobilien: Markt für Paketverkäufe läuft schleppend an, <http://www.ftd.de/bm/1064911497203.html?nv=nl>, Erscheinungsdatum: 03.10.2003, Abrufdatum: 03.06.2005.
- Rich, Motoko** (*Accounting for Space*): How Are Companies Accounting for Space They Aren't Using, in: The Wall Street Journal, 21.02.2003, S. C.1.
- Richard, Pascal** (*Sale and Leaseback Securitisation*): Corporate property sale and leaseback securitisation, in: Briefings in Real Estate Finance, Vol. 3, No. 2, 2003, S. 117-129.
- Riddiough, Timothy J.** (*Investment Portfolio*): Commercial Real Estate in the Institutional Investment Portfolio: A Great Idea Fraught with Hard Realities, in: Real Estate Finance, Vol. 19, No. 3, 2002, S. 4-11.
- Rienmüller, Franz** (*Immobilien schätze*): Firmen heben ihre Immobilienschätze, in: Immobilien Wirtschaft und Recht, o.Jg., Nr. 3/2003, S. 12-16.
- Rietze, Hans-Peter** (*Wertentwicklung*): Wertentwicklung versus Abverkauf, Vortrag im Rahmen der 11. Handelsblatt-Jahrestagung Immobilienwirtschaft, Berlin 2004.
- Rindlisbacher, Kurt/Bernet, Jan/Gügler, Jean** (*Immobilien*): Immobilien - Klotz am Bein oder <<Business Driver>>?, in: Neue Zürcher Zeitung, Nr. 151, 03.07.2001, S. B5.
- Roberts, Simon/Daker, Ian** (*Information and Innovation*): Using information and innovation to reduce costs and enable better solutions, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 6, No. 3, 2004, S. 227-236.

- Rodriguez, Mauricio/Sirmans, C.F. (*Effects*):** Effects Of Corporate Real Estate Decisions On Company Values, *Corporate Real Estate Executive*, August 1998, S. 30-33.
- Rodriguez, Mauricio/Sirmans, C.F. (*Managing Corporate Real Estate*):** Managing Corporate Real Estate: Evidence from the Capital Markets, in: *Journal of Real Estate Literature*, Vol. 4, No. 1, 1996, S. 13-33.
- Roelofsen, Paul (*Office Environments*):** The impact of office environments on employee performance: The design of the workplace as a strategy for productivity enhancement, in: *Journal of Facilities Management*, Vol. 1, No. 3, 2002, S. 247-264.
- Rohmert, Werner (*Probleme*):** Neue Probleme bei Metro-Immobilien-Paket: Mixed ownership, 320 Projektgesellschaften und Mietverträge erschweren Portfoliobewertung und -verkauf, in: *Der Immobilien Brief*, Nr. 31, 03.12.2002, S. 2.
- Rohmert, Werner/Degener, Arne (*Kapitalanlage*):** Zwangsversteigerungen und Non Performing Loans - Neue Chancen für die Kapitalanlage?, in: *Der Immobilien Brief*, Nr. 72, 20.10.2004, S. 9-10.
- Rolin, Pierre N. (*Real Estate*):** Why does it make sense to invest in real estate?, Paper presented at the Investment Funds in Volatile Markets - Meeting the Challenge, Capri 2003.
- Rommelfanger, Heinrich J./Eickemeier, Susanne H. (*Entscheidungstheorie*):** Entscheidungstheorie: klassische Konzepte und Fuzzy-Erweiterungen, Berlin et al. 2002.
- Ropeter-Ahlers, Sven-Eric/Vaaßen, Nicole (*Wirtschaftlichkeitsanalyse*):** Wirtschaftlichkeitsanalyse im Rahmen der Immobilienbereitstellung, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): *Handbuch Corporate Real Estate Management*, 2., aktual. u. erw. Aufl., Köln 2004, S. 169-192.
- Rottke, Nico (*Private Equity*):** Investitionen mit Real Estate Private Equity, in: Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan (Hrsg.): *Schriften zur Immobilienökonomie*, Bd. 29, Köln 2004 (zugleich Diss. an der European Business School, Oestrich-Winkel 2004).
- Rottke, Nico/Wernecke, Martin (*Management im Immobilienzyklus*):** Management im Immobilienzyklus/Teil 16: Resümee, aktuelle Trends, Fazit für die Praxis, in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 3, 31.01.2002, S. 15.
- Rottke, Nico/Wernecke, Martin (*Real Estate Management*):** Management im Immobilienzyklus/Teil 8: Corporate und Public Real Estate Management - Windschutz oder Windmühle: Wie soll das Real Estate Management reagieren?, in: *Immobilien Zeitung*, Nr. 20, 27.09.2001, S. 14.
- Rottke, Nico/Wernecke, Martin (*Lebenszyklus*):** Lebenszyklus von Immobilien, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): *Immobilienökonomie*, Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollst. überarb. und erw. Aufl., München/Wien 2005, S. 209-229.
- Roulac, Stephen E. (*Corporate Property Strategy*):** Corporate Property Strategy is Integral to Corporate Business Strategy, in: *Journal of Real Estate Research*, Vol. 22, No. 1/2, 2001, S. 129-152.
- Roulac, Stephen E. (*Corporate-Owned Real Estate*):** Corporate-Owned Real Estate Represents a Substantial Investment Universe, in: *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 9, No. 2, 2003, S. 167-178.

- Roulac, Stephen E.** (*Strategic Real Estate Framework*): The Strategic Real Estate Framework: Processes, Linkages, Decisions, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 12, No. 3, 1996, S. 323-346.
- Roulac, Stephen E.** (*Value Chain*): Real Estate Value Chain Connections: Tangible and Transparent, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 17, No. 3, 1999, S. 387-404.
- Ruhkamp, Christoph** (*Das große Aufräumen*): Das große Aufräumen im Backsteinportfolio beginnt: Deutsche Telekom reduziert Immobilienportfolio - Gespräch mit Diego Fernández Reumann, CEO von Sireo Real Estate, in: Börsen-Zeitung, Nr. 14, 22.01.2004, S. 5.
- Russell, Bruce H.** (*Property Puzzle*): The Property Puzzle, in: Financial Executive, Vol. 8, No. 4, 1992, S. 42-45.
- Rutherford, Bruce/Mobley, Shawn** (*Offshoring*): The next wave: Refining the future of offshoring, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 7, No. 1, 2005, S. 87-95.
- Rutherford, Ronald C.** (*Empirical Evidence*): Empirical Evidence on Shareholder Value and the Sale-Leaseback of Corporate Real Estate, in: Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association, Vol. 18, No. 4, 1990, S. 522-529.
- Rutherford, Ronald C.** (*Impact*): The impact of sale-leasebacks transactions on bondholder and shareholder wealth, in: Review of Financial Economics, Vol. 2, No. 1, 1992, S. 75-80.
- Saigol, Nina** (*Takeovers*): Dipping in the ammunition box - Takeovers: Portfolios are being used increasingly as both shields and weapons in acquisition battles, in: Financial Times, 03.11.2004, S. 8.
- Salvaneschi, Luigi** (*Real Estate Activity*): Selecting Areas of Real Estate Activity, in: Silverman, Robert A. (Hrsg.): Corporate Real Estate Handbook: Strategies For Improving Bottom-Line Performance, New York et al. 1987, S. 33-41.
- Scarrett, Douglas** (*Asset Management*): Property Asset Management, 2. Aufl., London 1995.
- Schaaf, Jan** (*Finanzierungsalternativen*): Kommunales Immobilienmanagement, Teil 11: Finanzierungsalternativen - Ungenutzte Finanzierungspotenziale von Kommunen, in: Immobilien Zeitung, Nr. 7, 27.03.2003, S. 11.
- Schäfers, Wolfgang** (*German Companies*): Corporate Real Estate Management: Evidence from German Companies, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 17, No. 3, 1999, S. 301-320.
- Schäfers, Wolfgang** (*Strategisches Management*): Strategisches Management von Unternehmensimmobilien - Bausteine einer theoretischen Konzeption und Ergebnisse einer empirischen Untersuchung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 3, Köln 1997 (zugleich Diss. an der European Business School, Oestrich-Winkel 1996).
- Schäfers, Wolfgang** (*Strategische Ausrichtung*): Strategische Ausrichtung im Immobilien-Management, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, 2., aktual. u. erw. Aufl., Köln 2004, S. 221-248.

- Schäfers, Wolfgang/Gier, Sonja** (*Corporate Real Estate Management*): Corporate Real Estate Management, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollst. überarb. und erw. Aufl., München/Wien 2005, S. 841-893.
- Schäfers, Wolfgang/Gier, Sonja (Mitarbeit)/Wiffler, Matthias (Mitarbeit)** (*Monetarisierung*): Monetarisierung von Unternehmensimmobilien, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, 2., aktual. u. erw. Aufl., Köln 2004, S. 529-551.
- Schäfers, Wolfgang/Haub, Christoph** (*Shareholder Value-Analyse*): Shareholder Value-Analyse im Corporate Real Estate Management, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, 2., aktual. u. erw. Aufl., Köln 2004, S. 491-528.
- Schäfers, Wolfgang/Haub, Christoph/Stock, Alexandra** (*Going Public*): Going Public von Immobiliengesellschaften: Grundlagen - Voraussetzungen - Erfolgchancen, in: Schulte, Karl-Werner et al. (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Banking: Von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln 2002, S. 311-334.
- Scharpenack, Fried/Nack, Ulrich/Haub, Christoph** (*Immobilien-Aktiengesellschaften*): Immobilien-Aktiengesellschaften, in: Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan/Thomas, Matthias (Hrsg.): Handbuch Immobilien-Investition, Köln 1998, S. 655-687.
- Schede, Christian** (*Rechtliche Aspekte*): Rechtliche Aspekte von Immobilien-Paketverkäufen mit Rückanmietung, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 156, 08.07.2005, S. 43.
- Schimmer, Arne** (*Flüssig*): Flüssig in schwierigen Zeiten, in: Kreditwesen, 55. Jg., Nr. 13, 2002, S. 616-617.
- Schlag, Alexander** (*Kapitalanlage in Immobilien*): Innovative Formen der Kapitalanlage in Immobilien - Möglichkeiten und Perspektiven der Beteiligung privater Anleger an Grundstücksvermögen, in: Kieler Schriften zur Finanzwirtschaft, Bd. 20, Kiel 1995 (zugleich Diss. an der Universität Kiel, 1993).
- Schmenner, Roger W.** (*Business Location*): Making Business Location Decisions, Englewood Cliffs 1982.
- Schneiders, Karl-Josef** (*Wirtschaftliche Due Diligence*): Wirtschaftliche Due Diligence von Immobilienpaketen, Vortrag im Rahmen der IIR Fachkonferenz "An- und Verkauf von Immobilienpaketen: Voraussetzungen für den erfolgreichen Deal", Düsseldorf 2004.
- Schreier, Matthias/Schneider, Nicolas** (*Managementstrategien*): "Schablonenhafte Strategien dürfen nicht zur Anwendung kommen": Die Unternehmensressource "Immobilie" braucht Managementstrategien, in: Immobilien Zeitung, Nr. 9, 22.04.1999, S. 9.
- Schriefer, Audrey/Ganesh, Jyoti** (*Information Technology Tools*): Putting corporate real estate executives in the driver's seat: Information technology tools enable new possibilities, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 4, No. 3, 2002, S. 227-236.
- Schulte, Karl-Werner** (*Stille Reserven*): Stille Reserven, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 132, 09.06.1995, S. 45.

- Schulte, Karl-Werner/Bone-Winkel, Stephan** (*Deutschen Reits droht ein Reinfall*): Deutschen Reits droht ein Reinfall, in: Frankfurter Allgemeine Zeitung, Nr. 65, 18.03.2005, S. 47.
- Schulte, Karl-Werner/Gier, Sonja** (*Immobilienvermögen*): Das Immobilienvermögen der Corporates, Stiftungslehrstuhl Immobilienökonomie des Department of Real Estate and der European Business School International University, Schloß Reichartshausen, Arbeitspapier # 6, Oestrich-Winkel 2005.
- Schulte, Karl-Werner/Gier, Sonja (Mitarbeit)/Naubereit, Philipp (Mitarbeit)** (*Rechtsordnung*): Rechtsordnung und Immobilienökonomie, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 2: Rechtliche Grundlagen, München/Wien 2001, S. 1-53.
- Schulte, Karl-Werner/Pierschke, Barbara** (*Facilities Management*): Begriff und Inhalt des Facilities Managements, in: Schulte, Karl-Werner/Pierschke, Barbara (Hrsg.): Facilities Management, Köln 2000, S. 31-40.
- Schulte, Karl-Werner/Pitschke, Christoph/Raethel, Jeanette** (*Immobilien-Rechnungslegung*): Rechnungswesen, insbesondere Immobilien-Rechnungslegung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollst. überarb. und erw. Aufl., München/Wien 2005, S. 1011-1040.
- Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang** (*Disziplin*): Immobilienökonomie als wissenschaftliche Disziplin, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollst. überarb. und erw. Aufl., München/Wien 2005, S. 47-69.
- Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang** (*Modernes Immobilien-Management*): Modernes Immobilien-Management bei Corporates und Publics, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, 2., aktual. u. erw. Aufl., Köln 2004, S. 29-53.
- Scribner** (*Highest and Best Use*): A new standard for conducting highest and best use studies of income-producing properties in the USA and the UK, in: Journal of Property Valuation & Investment, Vol. 15, No. 5, 1997, S. 466-478.
- Scruggs, Steve** (*Beyond Outsourcing*): Beyond Outsourcing, in: Site Selection, Vol. 43, No. 4, 1998, S. 690-692.
- Seiler, Michael J./Chatrath, Arjun/Webb, James R.** (*Risk and Return*): Real Asset Ownership and the Risk and Return to Stockholders, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 22, No. 1/2, 2001, S. 199-212.
- Sigloch, Jochen** (*Besteuerung*): Besteuerung von Immobilien: Grundlagen der Besteuerung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 2: Rechtliche Grundlagen, München/Wien 2001, S. 651-760.
- Simons, Robert L.** (*Strategic Risk*): A Note on Identifying Strategic Risk, Harvard Business School Publishing, Boston 1999.
- Sing, Tien Foo/Tang, Wei Liang** (*Leasing Risks*): Valuing leasing risks in commercial property with a discrete-time binomial tree option model, in: Journal of Property Investment & Finance, Vol. 22, No. 2, 2004, S. 173-191.
- Sireo Real Estate Asset Management GmbH** (*Annual Report 2002*): Annual Report 2002, Frankfurt am Main 2003.
- Sireo Real Estate Asset Management GmbH** (*Annual Report 2003*): Annual Report 2003, Frankfurt am Main 2004.

- Sireo Real Estate Asset Management GmbH (Services):** Services, <http://www.sireo.de/german/leistungsprofil/?menu_opened=,103,&menu_tiefe=,0,>, Abrufdatum: 13.04.2005.
- Slovin, Myron B./Sushka, Marie E./Polonchek, John A. (Sale-and-Leasebacks):** Corporate Sale-and-Leasebacks and Shareholder Wealth, in: The Journal of Finance, Vol. 45, No. 1, 1990, S. 289-299.
- Smith, Clifford W./Wakeman, L. Macdonald (Corporate Leasing Policy):** Determinants of Corporate Leasing Policy, in: Journal of Finance, Vol. 40, No. 3, 1985, S. 895-908.
- Smith, Ray A. (Bank-Branch REIT):** Deals & Deal Makers: Eighties Legend Bets on Bank-Branch REIT, in: The Wall Street Journal, 03.01.2003, S. C.1.
- Soens, Margaret A./Brown, Robert Kevin (Asset Management):** Real Estate Asset Management: Executive Strategies for Profit Making, New York 1994.
- Sotelo, Ramon (Immobilienaktiengesellschaften):** Immobilienaktiengesellschaften - Mythos und Möglichkeiten, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 11. Jg., Nr. 1, 2000, S. 24-28.
- Sotelo, Ramon (Zusammenhänge):** Die Zusammenhänge zwischen der Immobilien-nutzung und ihrer Finanzierung, in: Der Langfristige Kredit, 49. Jg., Nr. 6, 1998, S. 206-209.
- Spee, Roel/Douw, Wim (Location Strategies):** Cost-reduction location strategies, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 6, No. 1, 2003, S. 30-38.
- Sraeel, Holly (Flexibility):** Corporations want flexibility in 1993, in: Facilities Design & Management, Vol. 12, No. 1, 1993, S. 25.
- Sraeel, Holly (Surplus Property):** Strategies to get rid of surplus property, in: Facilities Design & Management, Vol. 12, No. 8, 1993, S. 31.
- Steele, Kent D. (Highest and Best Use):** A "Backdoor" Approach to Highest and Best Use Analysis, in: The Appraisal Journal, Vol. 59, No. 1, 1991, S. 21-27.
- Stellmann, Frank (Gewerberaummiete):** Wohn- und Gewerberaummiete, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 2: Rechtliche Grundlagen, München/Wien 2001, S. 173-265.
- Stoesser, Joel W./Hess, Robert C. (Higher Return Strategies):** Point of View - Styles of Higher Return Strategies, in: Journal of Real Estate Portfolio Management, Vol. 6, No. 4, 2000, S. 418-422.
- Stone Sellers, Bonnie/Thomas, Scott A. (Cost):** Managing the cost of real estate, in: The McKinsey Quarterly, No. 4/2004, S. 17-19.
- Sturiale, Douglas (Value-Added):** Value-Added Real Estate Investment Strategies in an Expanding Economy, Institute for Fiduciary Education, Sacramento 2004.
- Stürmer, Matthias (Portfoliostrategie):** Portfoliostrategie und Kapitalanlage aus Sicht von Corporates, Vortrag im Rahmen des Fach-Dialog Praxis "Immobilienportfolio-investments: Kaufen - Halten - Handeln", München 2004.
- Sullivan, Michael B. (Offloading Property):** Euro Firms Offloading Property To Focus Funds on Core Business, in: Site Selection, Vol. 46, No. 3, 2001, S. 248.
- Tamburro, Mark (Strategic Portfolio Management):** Nokia Finance & Strategic Portfolio Management, Paper presented at the CoreNet Global Summit, Amsterdam 2003.
- Tarquinio, J. Alex (Volatility):** In Real Estate Trusts, No Haven From Volatility, in: New York Times, 18.08.2002, S. 3.8.

- Tay, Linda** (*Corporate Real Estate Performance*): Corporate Real Estate Performance: A Data-Driven Model, Department of Real Estate, National University of Singapore, Singapore, o.J.
- Thaler, Rainer** (*Immobilienfonds*): Attraktive Renditechancen mit Luxemburger Immobilienfonds, in: Börsen-Zeitung, Nr. 181, 18.09.2004, S. B5.
- Thelen, Peter** (*Marseille-Kliniken*): Marseille-Kliniken versilbern Immobilien, in: Handelsblatt, Nr. 3, 05.01.2005, S. 10.
- Then, Danny Shiem-Shin** (*Enabling Resource*): A model for considering operational property as an enabling resource to business, Paper presented at the "The Cutting Edge" RICS Research Conference, Dublin 1997.
- Then, Danny Shiem-Shin** (*Integrated Resource Management*): An integrated resource management view of facilities management, in: Facilities, Vol. 17, No. 12/13, 1999, S. 462-469.
- Then, Danny Shiem-Shin** (*The Role of Real Estate Assets*): The role of real estate assets in supporting the fulfilment of corporate business plans: key organisational variables for an integrated resource management framework, in: Facilities, Vol. 18, No. 7/8, 2000, S. 273-280.
- Thiele-Mühlhahn, Irene** (*Grundbuch*): Die Grundstücke und das Grundbuch, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 2: Rechtliche Grundlagen, München/Wien 2001, S. 57-65.
- Thiele-Mühlhahn, Irene** (*Vorkaufsrecht/Ankaufsrechte*): Das Vorkaufsrecht/Ankaufsrechte, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 2: Rechtliche Grundlagen, München/Wien 2001, S. 99-104.
- Thomas, Helen** (*Outsourcing*): The late 90s trend that's back in vogue - Outsourcing: But today's transactions are rather different from the super-deals ones of the past, in: Financial Times, 16.02.2005, S. 6.
- Tranfield, David/Denyer, David/Burr, Mike** (*Long-Term Assets*): A framework for the strategic management of long-term assets (SMoLTA), in: Management Decision, Vol. 42, No. 2, 2004, S. 277-291.
- Trappmann, Helmut** (*Immobilien-Portfolio-Management*): Immobilien-Portfolio-Management: Aspekte für eine Orientierung, PwC Deutsche Revision, Frankfurt am Main 1998.
- Treichler, Hans Peter** (*Vom Kontor zum Office*): Vom Kontor zum Office, in: NZZ Folio, o.Jg., Nr. 10/2003, S. 33-40.
- Trundle, Martin B.** (*Hidden Value*): Capturing hidden value for your shareholders, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 7, No. 1, 2005, S. 55-71.
- TUI Aktiengesellschaft** (*Geschäftsbericht 2003*): Geschäftsbericht 2003, Hannover 2004.
- Ulrich, Peter/Hill, Wilhelm** (*Wissenschaftstheoretische Aspekte*): Wissenschaftstheoretische Aspekte ausgewählter betriebswirtschaftlicher Konzeptionen, in: Raffée, Hans/Abel, Bodo (Hrsg.): Wissenschaftstheoretische Grundfragen der Wirtschaftswissenschaften, München 1979, S. 161-190.
- Unterreiner, Frank Peter** (*Deutsche Industriekonzerne bauen in Peking*): Deutsche Industriekonzerne bauen in Peking, in: Immobilienmarkt-Verlagsbeilage zur Frankfurter Allgemeinen Zeitung, Nr. 53, 04.03.2005, S. V1.

- Vaaßen, Nicole** (*Gewerbliches Immobilienleasing*): Gewerbliches Immobilienleasing - Eine quantitative und qualitative Analyse aus Sicht des Leasingnehmers, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 10, Köln 1999 (zugleich Diss. an der European Business School, Oestrich-Winkel 1998).
- van der Schaaf, Pity/de Puy, Lydia** (*CRE Portfolio Management*): CRE portfolio management: Improving the process, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 3, No. 2, 2001, S. 150-160.
- Varcoe, Barry** (*Performance Measurement*): The performance measurement of corporate real estate portfolio management, in: Journal of Facilities Management, Vol. 1, No. 2, 2002, S. 117-130.
- Varcoe, Barry** (*Portfolio Management*): A process for the portfolio management of real estate assets, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 2, No. 2, 2000, S. 113-122.
- Veale, Peter R.** (*Managing Corporate Real Estate Assets*): Managing Corporate Real Estate Assets: Current Executive Attitudes and Prospects for an Emergent Management Discipline, in: Journal of Real Estate Research, Vol. 4, No. 3, 1989, S. 1-22.
- Völker, Ewald/Enzenhofer, Gregor** (*Bilanzielle Aspekte*): Bilanzielle Aspekte im Corporate Real Estate Management, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, 2., aktual. u. erw. Aufl., Köln 2004, S. 309-326.
- Vollrath, Justus** (*Informationsmanagement*): Informationsmanagement als Voraussetzung für ein erfolgreiches Immobilien-Management, in: Schulte, Karl-Werner/Schäfers, Wolfgang (Hrsg.): Handbuch Corporate Real Estate Management, 2., aktual. u. erw. Aufl., Köln 2004, S. 103-136.
- Vos, Paul/van der Voordt, Theo** (*Working Environment*): Tomorrow's offices through today's eyes: Effects of innovation in the working environment, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 4, No. 1, 2001, S. 48-65.
- Wainwright, Simon** (*Divestment*): Off balance sheet property ownership structures: Releasing capital from operational portfolios through divestment, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 2, No. 4, 2000, S. 330-342.
- Walbröhl, Victoria** (*Immobilienanlageentscheidung*): Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagemanagements institutioneller Anleger, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Schriften zur Immobilienökonomie, Bd. 15, Köln 2001 (zugleich Diss. an der European Business School, Oestrich-Winkel 2000).
- Waldmann, Manfred** (*Revitalisierung*): Revitalisierung bietet oft mehr Chancen als ein Neubau, in: Die Welt, Nr. 3, 05.01.2005, S. 21.
- Waldmann, Manfred** (*Untervermietung*): Das Phänomen Untervermietung macht sich breit, in: Die Welt, Nr. 5, 07.01.2003, S. 23.
- Walzel, Barbara** (*Immobilienarten*): Unterscheidung nach Immobilienarten, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.): Immobilienökonomie, Band 1: Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollst. überarb. und erw. Aufl., München/Wien 2005, S. 117-140.
- Ward, Charles** (*Cost of Capital*): Estimating the cost of capital, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 1, No. 3, 1999, S. 287-293.
- Waters** (*Trends*): 10 Trends Affecting the Corporate Environment, in: Facilities Design & Management, Vol. 19, No. 12, 2000, S. 14-15.

- Weatherhead, Marion** (*Corporate Strategy*): Real Estate in Corporate Strategy, London et al. 1997.
- Weatherhead, Marion** (*Property Issues*): Businesses tackling property issues, a report for The Royal Institute of Chartered Surveyors, London 2001.
- Weber, Ernst/Baumunk, Henrik** (*Bilanzierung*): Bilanzierung von Immobilien: die Änderungen durch IAS/IFRS auf einen Blick, in: Eggert, Thomas/Hülsbömer, André (Hrsg.): Jahrbuch Corporate Real Estate 2004, Frankfurt 2004, S. 62-65.
- Weimer, Arthur M.** (*Real Estate Decisions*): Real Estate Decisions Are Different, in: Harvard Business Review, Vol. 44, No. 6, 1966, S. 105-112.
- Wenkstern, Tom** (*Merger and Acquisition Success*): Maximizing Corporate Real Estate's Contribution To Merger and Acquisition Success, in: Site Selection, Vol. 45, No. 2, 2000, S. 224-229.
- Wernecke, Martin/Rottke, Nico** (*Bewertung*): Bewertung von Mietvertrags-Verlängerungsoptionen mit dem Realloptionsansatz, in: Grundstücksmarkt und Grundstückswert, 12. Jg., Nr. 5, 2001, S. 263-269.
- Werner, Marc P.** (*Property Outsourcing*): Property Outsourcing, Vortrag immoebs, Düsseldorf 2003.
- Werres, Thomas** (*Beton*): Beton im Kopf, in: Manager Magazin, o.Jg., Nr. 1/2001, S. 126-135.
- Wheeler, Paul et al.** (*Performance Judgements*): Research for Occupiers: Priority Issues - The implications of business-orientated and performance judgements in the management of corporate real estate, Report produced for Occupier.org by the Workplace Forum at DEGW in collaboration with Alexi Marmot Associates, CB Hillier Parker, EC Harris, Jonathan Edwards Consulting, Sheffield Hallam University, Occupier.org Report # 2, Sheffield 2002.
- White, Alan D.** (*Corporate Real Estate Strategies*): Corporate real estate strategies: Managing the delivery of optimum solutions, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 1, No. 1, 1998, S. 64-74.
- Whitmore, James** (*Revolution*): LandSecs' revolution, in: Property Week, <<http://www.property-week.co.uk/>>, Erscheinungsdatum: 08.12.2000, Abrufdatum: 15.06.2003.
- Wieandt, Axel** (*Corporate Real Estate*): Unternehmensziele als Grundlage für Strategien im Bereich Corporate Real Estate, Vortrag im Rahmen der 11. Handelsblatt-Jahrestagung Immobilienwirtschaft, Berlin 2004.
- Wieandt, Axel/Amlung, Bernd/Andersen, Sven** (*Transaktionsmanagement*): Corporate Real Estate: Transaktionsmanagement - der Schlüssel zum Erfolg, in: Die Bank, o.Jg., Nr. 10/2004, S. 39-41.
- Wieland, André/Brunnhuber, Bernhard** (*Corporate Real Estate Management*): Management Summary zur Marktstudie Corporate Real Estate Management bei Industrie- und Handelsunternehmen in Deutschland (Kurzfassung), LWP Dr. Langen & Wieland Management Partner GmbH, München 2000.
- Wilson, Reese C.** (*Facilities Strategies*): Strategic Positioning and Facilities Planning: Reviewing Business Plans and Facilities Strategies, in: Site Selection & Industrial Development, Vol. 36, No. 2, 1991, S. 26-30.
- Wist, Mark** (*Office Space*): Overcrowded, Under-utilised or Just Right? Office Space: How much is enough, GeraldEve/RICS Foundation, London 2001.

- Wolf, Eckhard/Eckert, Hans-Georg/Ball, Wolfgang** (*Handbuch*): Handbuch des gewerblichen Miet-, Pacht- und Leasingrechts, 8. Aufl., Köln 2000.
- Wolf, Renita** (*Sale/Leasebacks*): Sale/leasebacks of corporate real estate holdings, in: Management Accounting, Vol. 77, No. 6, 1995, S. 18.
- Wonner, Stefanie** (*Wertsteigerung*): Wertsteigerung des Immobilienportfolios am Beispiel der ABB AG, in: Eggert, Thomas/Hülsbömer, André (Hrsg.): Jahrbuch Corporate Real Estate 2004, Frankfurt 2004, S. 16-18.
- Wood, Justin** (*Building Profits*): Building profits, in: CFO Europe, Vol. 13, No. 10, 1999, S. 61-63.
- Woollam, Charles** (*Flexibility*): Flexibility at any price? Challenging a costly convention on leases, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 6, No. 1, 2003, S. 73-82.
- Worthington, John** (*Real Estate Strategies*): Accommodating change: Emerging real estate strategies, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 3, No. 1, 2001, S. 81-95.
- Yang, Jiaqin/Lee, Huei** (*Decision Model*): An AHP decision model for facility location selection, in: Facilities, Vol. 15, No. 9/10, 1997, S. 241-254.
- Yontz, William L.** (*Real Estate Function*): Transformation of the real estate function into a corporate strategic business partner, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 4, No. 1, 2001, S. 25-33.
- Zappile, Ronald P.** (*Quality Process Approach*): A quality process approach to corporate real estate management, in: Journal of Corporate Real Estate, Vol. 6, No. 3, 2004, S. 215-226.
- Zeckhauser, Sally/Silverman, Robert** (*Rediscover*): Rediscover your company's real estate, in: Harvard Business Review, Vol. 61, No. 1, 1983, S. 111-116.
- Zimmer, Michael** (*Vermarktung*): Immobilienbranche im Umbruch - professionelle Vermarktung von Gewerbeimmobilien, in: Eggert, Thomas/Hülsbömer, André (Hrsg.): Jahrbuch Corporate Real Estate 2004, Frankfurt 2004, S. 32-33.
- Zitelmann, Rainer** (*Risiko*): Immobilien-Anleger entdecken das Risiko, in: Sonderausgabe Immobilien-News der Woche, Nr. 06/03, 10.02.2003, S. 1-13.